

LORENA CRISTINA DOS ANJOS

**INDICADOR EVA – *ECONOMIC VALUE ADDED* – NA TOMADA DE DECISÕES E
CRIAÇÃO DE VALOR**

“Monografia apresentada à Universidade Federal do Paraná – UFPR como requisito para obtenção do diploma de especialista em Contabilidade e Finanças”.

Professor Orientador: Luiz Carlos de Souza.

CURITIBA

2008

DEDICATÓRIA

Dedico este projeto de pesquisa primeiramente a Deus por ter me capacitado e me dado sabedoria.

Ao meu esposo Omair, que com seu carinho e compreensão me deu a força necessária para não desistir.

Aos meus pais, Valdemir e Ildeni, que tanto me incentivaram ao longo de toda a minha vida para que eu aqui chegasse.

As minhas irmãs, Patrícia e Letícia, que sempre estiveram ao meu lado.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, nosso criador e salvador, por mais essa dádiva em minha vida.

Ao Prof. MSc. Luiz Carlos de Souza, pela confiança, presteza e pelos conhecimentos passados.

A todos os professores do Curso de Especialização em Contabilidade e Finanças.

Aos colegas e amigos de turma, os quais foram fontes de conhecimento e companheirismo, a todos o meu muito obrigado.

Aos meus familiares e amigos, que ajudaram de forma singular, incentivando e apoiando até o último momento, que Deus abençoe a todos.

RESUMO

ANJOS, LORENA C. – INDICADOR EVA – *ECONOMIC VALUE ADDED* – NA TOMADA DE DECISÕES E CRIAÇÃO DE VALOR

Este artigo aborda sobre o tema EVA – Valor Econômico Agregado, uma medida de desempenho empresarial, considerada por muitos especialistas como a verdadeira chave para criação da riqueza. O estudo pretende abordar os aspectos relacionados ao EVA, iniciando pelo seu conceito, histórico, formas de cálculo, vantagens e desvantagens, a fim de se alcançar uma efetiva mensuração do valor da empresa para os acionistas.

Palavras-chave: Indicadores de desempenho; Valor Econômico Agregado; Criação de Valor.

ABSTRACT

This article approach on the theme EVA – Economic Value Added, a measure of managerial valuation, considered for many specialists as the true key for the creation of the wealth. The study intends to approach the aspects related EVA, beginning for its concept, historical, calculation forms, advantages and disadvantages, in order to reach one effective measurement of the company value to the shareholders.

Key-words: *Value Drives; Economic Value Added; Value Creation.*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
1.1 INTRODUÇÃO	1
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	2
1.3 OBJETIVOS	3
1.3.1 Objetivo Geral	3
1.3.2 Objetivos Específicos	3
1.4 JUSTIFICATIVA	4
1.5 METODOLOGIA	5
1.5.1 Tipo de Pesquisa	5
1.5.2 Área de Abrangência	6
1.5.3 Métodos de Pesquisa	6
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO	6
2 REVISÃO DA LITERATURA	7
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA	7
2.1.1 Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa	9
2.1.2 A Evolução da Governança Corporativa	9
2.1.3 Evolução nas Práticas de Governança Corporativa no Brasil	10
2.1.4 O EVA na Avaliação da Governança Corporativa	11
2.2 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E INDICADORES RELACIONADOS	13
2.2.1 Conceito	13
2.2.2 Balanço Patrimonial	14
2.2.2.1 Componentes do Balanço Patrimonial	14
2.2.3 Demonstrações de Resultado do Exercício	18
2.2.4 Demonstrações de Lucros ou Prejuízos Acumulados	19
2.2.5 Demonstrações das Origens e Aplicações de Recursos	20
2.2.6 Análise das Demonstrações Financeiras	21
2.2.6.1 Finalidade	21
2.2.7 Índices	21
2.2.7.1 Índices de Solvência	22
2.2.7.2 Índices de Rentabilidade	24
2.2.7.3 Índices da Estrutura de Capital	25

2.2.7.4 Índices de Rotação ou de Atividade	26
2.2.8 Principais Medidas de Desempenho Tradicionais (anteriores ao EVA)	27
2.2.8.1 Lucro Líquido	27
2.2.8.2 ROI – <i>Return on Investment</i> – Retorno sobre o Investimento	28
2.2.8.3 ROE - <i>Return on Equity</i> - Retorno sobre o Patrimônio Líquido	29
2.2.8.4 RI – <i>Residual Income</i> – Lucro Residual	29
2.2.9 Medidas de Desempenho <i>versus</i> Valor da Empresa	30
2.2.10 Custo de Capital	31
2.3 VBM – MANAGEMENT BASED VALUE (GESTÃO BASEADA NO VALOR)	32
2.3.1 Mudança de Comportamento Organizacional	32
2.3.2 Utilização dos Direcionadores de Valor (<i>Value Drives</i>)	34
2.3.3 Instituição de um Sistema de Remuneração Variável	36
2.3.4 Implementando a VBM - <i>Management Based Value</i>	37
3 DESENVOLVIMENTO	38
3.1 VALOR ECONÔMICO AGREGADO (EVA – ECONOMIC VALUE ADDED)	38
3.1.1 Conceito	38
3.1.2 Histórico	39
3.1.3 EVA no Brasil	40
3.1.4 Fatores que aumentam o EVA	40
3.1.5 Vantagens, desvantagens e dificuldades	41
3.1.6 Calculando o EVA	41
3.1.6.1 Cálculo do NOPAT	41
3.1.6.2 Cálculo do Capital	42
3.1.6.3 Cálculo do EVA	42
3.1.7 Implementando o EVA na Empresa	43
3.1.8 EVA como Medida de Desempenho	44
3.1.8.1 MVA	45
3.1.9 Sistema de Gestão Financeira baseada no EVA	48
3.1.10 Mensuração do Valor Agregado com base no Indicador EVA	51
3.2 BALANCED SCORECARD	51
3.2.1 Integração BSC e EVA – Perspectiva Financeira	54
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
REFERÊNCIAS	56

1 INTRODUÇÃO

1.1 INTRODUÇÃO

Nos dias atuais, o crescente desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro aliado à crescente exigência de investidores institucionais e acionistas minoritários, faz surgir a necessidade de informações para decisões adequadas e têm exigido das empresas profunda evolução nos sistemas de gestão, este conjunto de questões envolvendo a relação entre propriedade e gestão pode ser tratado no âmbito conceito de governança corporativa nas empresas.

À medida que o ambiente negociável evoluiu, técnicas tradicionais vão se tornando insuficientes para avaliar adequadamente a saúde das empresas, e por isso, há necessidade de aperfeiçoamento de novos modelos que permitam uma avaliação mais adequada:

- da performance da Governança Corporativa das empresas ,e
- de investimentos que resultem a melhor relação retorno/risco.

Neste de cenário da Governança Corporativa, a criação de riqueza é, certamente, um de seus mais importantes desafios, não só como forma de gerar retornos para acionistas, mas, também para garantir a sobrevivência e longevidade das empresas. Dessa forma, não basta oferecerem bons produtos e serviços; devem, também, possuir menores custos e maiores lucros operacionais, assim como menores custos de financiamento e maiores retornos sobre o capital investido, refletindo maiores performances de valorização do capital próprio e de retorno sobre capital de terceiros obtido.

As empresas, a fim de se adequarem à crescente competitividade global da economia, estão realizando inúmeras mudanças. A reestruturação constante já está incorporada ao cotidiano da maioria das empresas.

Para compreender o seu meio ambiente e efetuar os ajustes necessários é de suma importância a constante procura de novas metodologias de gestão econômica.

Os acionistas apresentam níveis de avaliação de empresas cada vez mais elevados e rigorosos, tendo como preocupação maior a identificação dos métodos

de operação dos negócios das empresas e da análise do processo de criação de valor a longo prazo resultante do conjunto das decisões atuais tomadas pelos gerentes das organizações. Com isso, surge o interesse cada vez mais intenso do mercado por indicadores de desempenho tanto financeiros quanto não-financeiros.

O indicador EVA (economic value added) surgiu como uma necessidade para as organizações, é uma medida de desempenho empresarial, considera a diferença entre o retorno do capital da empresa e o custo de todo o capital. EVA é mais do que um sistema de medição, é também um instrumento para alterar o comportamento gerencial. Seu objetivo é maximizar o valor criado pela empresa através de uma mudança organizacional.

Em linhas gerais o indicador EVA é utilizado no processo de tomada de decisões que tem como base o valor que foi criado de riqueza em determinado período. A utilização do EVA na gestão econômica das empresas requer que todo o sistema de gestão esteja voltado para criação de valor.

1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

As empresas atuais necessitam mensurar resultados, devem ser transparentes, independente do número de funcionários; faturamento; setor de atividade ou de sua finalidade, sofrem os impactos das mudanças que ocorrem na economia, vivem este momento de Governança Corporativa. A fim de se adequarem à crescente competitividade global da economia, estão realizando inúmeras mudanças. A constante procura de novas metodologias de gerenciamento é de suma importância para integração das empresas neste quadro mundial que se apresenta.

Os métodos de avaliação de desempenho empresarial apoiados apenas nos indicadores contábeis e financeiros estão se tornando obsoletos, pois só mostram os resultados dos investimentos e das atividades, não contemplam os impulsionadores de rentabilidade a longo prazo. Surgiram estratégias competitivas que auxiliam o direcionamento das organizações envolvidas nesse ambiente cada vez mais turbulento. Algumas dessas estratégias visam aumentar o retorno sobre o capital empregado, outras buscam o aumento do nível de satisfação do cliente, e existem estratégias de identificação de novos processos internos permitindo o

desenvolvimento de métodos eficientes, os quais atraem e retêm clientes, atendem expectativas dos acionistas no que diz respeito ao retorno financeiro.

Há vários indicadores que identificam o quanto foi criado para o acionista, inclusive sob vários aspectos relacionados ao patrimônio, porém na sua grande maioria utilizam uma visão financeira que não podem contribuir para decisões futuras e manutenção da competitividade.

Adotando-se como premissa que a informação econômica é mais adequada para o processo de tomada de decisão as empresas têm utilizado o EVA – *Economic Value Added*, marca registrada da Stern Stewart, com sede nos EUA, para medir o valor criado ou destruído para os acionistas e gerenciar ativos tangíveis e intangíveis numa visão de longo prazo.

Desta forma, o problema que o presente estudo se propõe a resolver é:

A implementação e utilização do indicador EVA nas empresas, serve como base para tomada de decisões e criação de valor?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Esta pesquisa tem como objetivo principal evidenciar os impactos que o EVA causa na tomada de decisões e agregação de valores para os acionistas das empresas.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Identificar na literatura os principais conceitos e explicações sobre os seguintes temas: Governança corporativa, Gestão baseada no valor, Indicadores financeiros, Balanced Scorecard e EVA.
- Comparar métodos tradicionais (índices) de avaliação financeira com o EVA.
- Demonstrar cálculos e fórmulas para utilização do EVA.
- Abordar a utilização do EVA integrada ao Balanced Scorecard.

1.4 JUSTIFICATIVA

O Eva surgiu como uma das respostas à necessidade das organizações de possuírem indicadores de desempenho que expressem a real criação de riqueza das empresa, se constituindo numa ferramenta que permite mensurar a criação de valor da empresa.

O EVA é importante para as empresa na tomada de decisões e criação de valor, diversas empresas vêm utilizando o EVA para várias situações de decisão, não somente financeira como também estratégica. As principais aplicações do EVA no meio corporativo são:

- Identificação de oportunidades de planejamento estratégico que maximizem o EVA;
- Utilização de estimativas de EVA projetadas e trazidas a valor presente para planejamento de capital e orçamentos de projetos;
- Estabelecimento de planos de incentivo para executivos baseados na performance do EVA;
- Acompanhamento do EVA periodicamente para controle e monitoramento de desempenho;
- Avaliação de processos de aquisição ou desinvestimento baseados em EVA projetados e descontados;
- Estabelecimento de metas de EVA a longo prazo;

Segundo Peter Drucker (1995), *apud* Ehrbar (1999),

“O EVA se baseia em algo que sabemos há muito tempo: Aquilo que chamamos de lucro, o dinheiro que sobra para remunerar o capital, geralmente nem é lucro. Até que um negócio produza um lucro que seja maior do que seu custo de capital, estará operando com prejuízo. Não importa que pague impostos como se tivesse um lucro verdadeiro. O empreendimento ainda retorna menos à economia do que devora em recursos... Até então, não cria riqueza; a destrói.”

Assim, os lucros não começam até que o custo de capital, como todos os demais custos, tenham sido cobertos. O EVA se constitui na medida desses lucros verdadeiros.

Simplificadamente, o EVA é o lucro operacional após o pagamento de tributos menos o encargo sobre capital, apropriado tanto para o endividamento quanto para capital acionário.

A metodologia do EVA permite ao executivo identificar áreas da empresa que criam ou destroem valor.

A presente pesquisa é motivada pela importância do processo de implementação do EVA como forma de se atingir os objetivos econômicos nas organizações. Porém, para que as empresas obtenham êxito na implementação, sua gestão deve ser baseada no valor, de forma a gerarem resultados econômicos satisfatórios, se faz necessária a utilização de estratégias para todas as áreas das organizações.

O EVA também tem grande aplicabilidade para avaliação de ações, permitindo a identificação e mensuração de tendências de melhorias ou deterioramento em empresas, antecipando-se a outros indicadores contábeis ou financeiros. Além disso, possibilita a estimação do valor teórico de uma ação, através do cálculo do valor presente de EVAs projetados para vários períodos e a identificação dos principais fatores ou características que o mercado está levando em consideração para precificar ações de uma empresa.

Portanto, a presente pesquisa justifica-se pela importância de se analisar os impactos do EVA como ferramenta de gestão capaz de auxiliar na tomada de decisões das organizações.

1.5 METODOLOGIA

Neste item, é indicada a caracterização da pesquisa, o seu contexto, os procedimentos metodológicos necessários para alcançar os objetivos propostos e um cronograma das atividades inerentes a este projeto.

1.5.1 Tipo de Pesquisa

A pesquisa que foi realizada é bibliográfica, utiliza base de dados referenciais (ou bibliográficos), aborda conceitos teóricos e cálculos. É caracterizada como exploratória/descritiva em relação aos procedimentos técnicos utilizados.

1.5.2 Área de Abrangência

As áreas abordadas nesta pesquisa são: financeira, econômica e contábil, envolvendo acionistas, investidores e gerentes.

1.5.3 Métodos de Pesquisa

Segundo Hegenberg (apud MARCONI e LAKATOS, 2000), o método é o caminho pelo qual se chega a determinado resultado. É a forma de selecionar técnicas e avaliar alternativas para ação científica.

A primeira etapa desta pesquisa será bibliográfica e, na sequência, também realizará comparativos entre métodos tradicionais de avaliação e métodos utilizados atualmente, demonstrando a importância destes métodos nas empresas.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

A presente dissertação desenvolve-se, além do capítulo da introdução em mais três capítulos, conforme segue:

- a) Revisão da Literatura: tem o intuito de proporcionar um embasamento teórico à pesquisa, bem como, a evolução de medidas de desempenho tradicionais, tendo sido consultadas bibliografias nacionais e estrangeiras, dissertações, teses e *sites* da internet;
- b) Desenvolvimento: Neste capítulo foram apresentados conceitos e histórico sobre o tema abordado, as formas de implementação e utilização desta medida de desempenho.
- c) Considerações Finais: capítulo onde é feita a apresentação das conclusões sobre o trabalho e as sugestões.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O termo governança corporativa vem da expressão inglesa *corporate governance*. Segundo a OCDE (1999, P.5) – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, o termo foi criado no início da década de 1990 nos países desenvolvidos, mais especificamente Estados Unidos e Grã-Bretanha. A governança corporativa é definida como o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Também proporciona a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho.

Vários autores estrangeiros já definiram o conceito de governança corporativa, entre as principais definições podemos citar as de:

Sheleifer e Vishny (1997):

"governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento".

La Porta *et al.* (2000):

"governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)".

Jensen (2001):

"governança é a estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros".

No Brasil, o Instituto de Governança Corporativa – IBGC – apresentou a seguinte definição, bastante abrangente e estabelecendo seus principais objetivos:

"Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal,

instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão.”

Para José Alexandre Scheinkman, Governança Corporativa seria:

“todo um conjunto de mecanismo que investidores não controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação [dos direitos dos minoritários e credores pelos administradores e majoritário]. Estes mecanismos prescrevem regras de conduta para a empresa e de ‘disclosure’, e garantem a observância das regras (enforcement). Uma vez que, “em muitos casos, os responsáveis pela condução de uma empresa e/ou acionistas majoritários podem tomar decisões, após a venda de ações aos minoritários, que prejudiquem os interesses destes.”

Nesse ponto, é importante ressaltar que as definições acima têm como base uma visão contratualista das companhias, que leva em conta apenas os interesses do grupo de sócios das empresas, o modelo *shareholder*, que vigora principalmente nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Uma visão mais abrangente, dentro da linha institucionalista, deve incluir outros grupos sociais que também têm interesse na preservação da companhia e que são igualmente afetadas pelas decisões tomadas por seus administradores, tais como: credores em geral, fornecedores, trabalhadores, consumidores e a comunidade em geral, dando origem ao modelo *stakeholders*, preponderante em países da Europa Ocidental.

O conceito de governança corporativa pela ótica da maximização da riqueza dos acionistas como principal responsabilidade dos executivos contraria o chamado modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como principal objetivo dos executivos.

A visão de governança corporativa que tem por base o modelo *stakeholders* é criticada por Jensen (2001, p.2) ao afirmar que:

“conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse poker com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos stakeholders.”

Apesar da colocação acima, não se pode negar que o conceito de Governança Corporativa pela ótica dos *stakeholders* tem abrangência muito mais ampla quando identifica não apenas o acionista minoritário, mas também outros grupos que podem ser afetados pela atuação da companhia.

2.1.1 Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Com a evolução e a importância cada vez maior do estudo da governança corporativa foram surgindo, inicialmente nos países com mercados de capitais mais desenvolvidos, os “Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

O primeiro desses códigos surgiu no Reino Unido em 1992, como resultado da iniciativa da Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*), que criou o chamado comitê *Cadbury* como o objetivo de revisar certas práticas de governança corporativa relacionadas a aspectos contábeis, que deu origem ao *The Cadbury Report*, publicado em 01.12.92.

Devido à limitação dos temas tratados no relatório preparado pelo comitê *Cadbury*, foram posteriormente instalados dois novos comitês: comitê *Greenbury* e o comitê *Hempel*, abordando temas como a remuneração de executivos e conselheiros e as atribuições e responsabilidades do Conselho de Administração.

Vários investidores institucionais estrangeiros também passaram a criar seus próprios códigos com regras de governança corporativa que devem ser adotadas pelas empresas nas quais investem.

2.1.2 A evolução da Governança Corporativa

Como foi citado anteriormente, o movimento por governança corporativa teve início nos EUA, o maior mercado de capitais do mundo. No início da década de 80, esse mercado se caracterizava por uma propriedade pulverizada, ou seja, nenhum acionista detinha sozinho uma parcela expressiva da empresa. A administração estava a cargo dos CEOs que muitas vezes também era também era o presidente do conselho de administração (*Chairman*). Os acionistas eram passivos e não acompanhava de perto as decisões tomadas pela diretoria. Quando insatisfeitos, vendiam suas ações no mercado, exercendo a chamada *Wall Street Option*

(HAMILTON, 2001, P.5).

De acordo com MAHONEY (1997, PP. 153-154), o ano de 1990 poderia ser assinalado como um divisor de águas no tempo quanto ao impulso dos esforços liderados por ativistas para assegurar maior influência na administração das empresas. Uma agenda positiva em torno de três temas centrais foi montada:

1. Forçando ou conseguindo acordos para mudanças, através da mobilização dos acionistas para manifestarem os seus pontos de vista, especialmente em desaprovação ao desempenho empresarial.
2. Influenciando a escolha dos diretores; e
3. Iniciando discussões com administrações e diretorias sobre aspectos relativos à administração e controle, que conduzam a um acordo sobre certas mudanças ou concessões em troca de apoio institucional em disputas por procurações.

Os avanços decorrentes desses acontecimentos foram significativos, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais americano no período. Contudo, uma nova onda de escândalos envolvendo grandes companhias no final de 2001, abalou a confiança dos investidores e reascendeu a discussão sobre governança corporativa no mundo.

2.1.3 Evolução nas Práticas de Governança Corporativa no Brasil

Com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começam a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas brasileiras, inicialmente através de investimentos realizados dentro do país e depois através da aquisição de ADR's representativos de ações de companhias nacionais nas bolsas americanas.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC – *Securities and Exchange Commission*, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, que nada mais são do que princípios de governança corporativa.

Mas ainda, essas companhias passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de

mercados aplicadas no mercado americano, que obrigaram as empresas a aperfeiçoar suas políticas de divulgação de informações através, por exemplo, da realização periódica de formas de contato com investidores.

A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Ainda reforçando a tendência do aprimoramento de práticas de governança corporativa, o processo de privatização dos anos 90 resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos como o objetivo de assegurar a melhoria das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos:

- a aprovação da Lei nº 10.303/101;
- a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa; e
- as novas regras de definição dos limites de aplicação dos recursos dos Fundos de Pensão.

2.1.4 O EVA na Avaliação da Governança Corporativa

Os métodos de avaliação de empresas ocupam um lugar de destaque entre os temas tratados em governança corporativa, mostrando que há uma necessidade crucial de aplicação de medidas de desempenho não só baseadas no controle, mas também focadas na visão gerencial e na estratégia de negócios, possibilitando a capacidade de avaliar todos os esforços da empresa de forma integrada.

Na maioria dos sistemas corporativos, as empresas têm sua estratégia baseada no conceito de que todos os ativos devem gerar uma taxa justa de retorno do capital investido pelos acionistas. No entanto, o uso desse capital sob a forma de investimentos em imóveis, máquinas, equipamentos, pessoal (capital intelectual) e

em sistemas de informações representam riscos para os proprietários, que, exigem, em troca, retornos compatíveis.

Nesse sentido, foi desenvolvido pela consultoria norte-americana Stern Stewart, na década de 80, um novo modelo de avaliação de desempenho empresarial baseado na criação de valor para o acionista, chamado EVA – *Economic Value Added* que, conforme definido por STEWART, um de seus próprios criadores, trata-se da “*real medida de desempenho que apropriadamente leva em consideração todas as maneiras pelas quais o valor corporativo pode ser agregado ou perdido*” (2005, p.117).

Um sistema de Governança Corporativa tem como responsabilidade primária a qualidade no tratamento dos fundos investidos pelos sócios ou acionistas. Isto quer dizer que ela deve mostrar-se como um sistema organizado de regras claras em que os administradores sejam motivados a descobrir em quais empreendimentos devem investir, com quem fazê-lo e a que preço. O EVA, como ferramenta de análise da gestão da empresa, é o resultado de todas essas ações.

Conceitualmente, o EVA apresenta uma vantagem sobre outras medidas de avaliação, pelo fato de reconhecer, nos resultados, o Custo do Capital Próprio (CCP), onde estão considerados os riscos pertinentes ao negócio e o custo de oportunidade. Além do mais, efetivamente mede a produtividade de todos os setores que compõem as atividades operacionais. O foco nas variáveis que impulsionam os fatores econômicos subjacentes de um negócio, em vez de nos índices baseados em dados puramente contábeis, resulta uma maior eficiência na gestão e na análise financeira pelos administradores, propiciando melhores resultados para os acionistas.

Dessa forma, a consideração do risco de retorno relacionado aos futuros fluxos de caixa e do custo do capital dos proprietários, foi fundamentalmente para que os criadores do EVA pudessem desenvolver uma metodologia aplicável à avaliação de mercado e gerenciamento financeiro das empresas.

Muitas empresas usam o EVA para estabelecer ligações claras e justificáveis entre pensamento estratégico, investimento e planejamento de capital, decisões operacionais, medida de desempenho e criação de valor

COPELAND, KOLLER e MURRIN (2002, P.57) destacam de forma bem clara as idéias centrais da criação de valor e de sua mensuração, dando cinco lições

fundamentais:

- “1. No mercado real, cria-se valor por meio da obtenção de retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade do capital.
2. Quanto mais se investir em retornos superiores ao custo de capital, mais valor se cria.
3. Deve-se escolher estratégias que maximizem o valor presente dos fluxos de caixa previstos ou lucro econômico.
4. O valor das ações de uma empresa no mercado de capitais é igual ao valor intrínseco baseado nas expectativas que tem o mercado em relação ao desempenho futuro, mas esta estimativa do desempenho pode não ser imparcial.
5. Os retornos obtidos pelos acionistas dependem mais de mudanças quanto às expectativas do desempenho efetivo da companhia.”

Conforme citado por Bastos (1999, p.8), o EVA tem a capacidade de indicar onde algum valor adicional pode ser criado (ou está sendo destruído) para os acionistas, pela análise dos seus quatros pilares básicos, os *value drivers*. Cada um desses valores sugere uma forma de aumentar a eficiência das empresas no processo de criação de valor. São eles:

- Operacional: aumentar o retorno para a mesma base de capital por meio de corte de custos, aumento de lucros ou economia de impostos.
- Financeiro: reduzir o Custo de Capital.
- Investimento: investir capital adicional em projetos com valor presente líquido positivo.
- Racionalização: desinvestir (retirar) capital de projetos com valor presente líquido negativo.

O EVA e seus quatros pilares ajudam a identificar os pontos a serem focados na estratégia de criação de valor, além de permitirem uma visão departamentalizada do processo de criação ou de destruição de valor na instituição.

2.2 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E INDICADORES RELACIONADOS

2.2.1 Conceito

As demonstrações financeiras são relatórios elaborados com base na escrituração, devendo exprimir com clareza a situação do patrimônio da empresa ou entidade e as mutações no exercício.

Principais demonstrações:

1. Balanço Patrimonial;
2. Demonstrações de Resultado do Exercício;
3. Demonstrações de Lucros ou Prejuízos Acumulados;
4. Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos;
5. Demonstrações das Mutações do Patrimônio Líquido;

A análise das demonstrações pode ser conceituada como uma arte por meio da qual são analisadas e interpretadas as principais demonstrações financeiras de uma entidade, visando fornecer informações acerca do estado do seu patrimônio.

2.2.2 Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial é a demonstração financeira que evidencia resumidamente o patrimônio da empresa, quantitativa e qualitativamente.

O balanço patrimonial tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinado momento, os bens e direitos, assim como as obrigações.

2.2.2.1 Componentes do Balanço Patrimonial

Ativo

No ativo, as contas que representam os bens e os direitos devem ser dispostas na ordem decrescente do grau de liquidez dos elementos nelas registrados e classificados em três grupos principais:

- Ativo Circulante
- Ativo Realizável a Longo Prazo
- Ativo Permanente

Grau de Liquidez é a possibilidade de componentes de se transformarem ou se realizarem em dinheiro.

Ativo Circulante

Neste grupo, são classificadas as contas que representam as disponibilidades, os direitos realizáveis a curto prazo e as despesas do exercício

seguinte.

Ativo Realizável a Longo Prazo

Neste grupo são classificadas as contas representativas de direitos vencíveis a longo prazo, isto é, aqueles cujos vencimentos ocorrem em prazo superior a um ano, contados a partir da data do balanço em que as referidas contas estão sendo classificadas ou em prazo superior ao ciclo operacional da empresa, quando este for maior de um ano.

Ativo Permanente

Neste grupo são classificadas as contas representativas das aplicações de recursos na entidade, os quais possuem caráter permanente. Nele, as contas são agrupadas da seguinte maneira:

- Investimentos
- Ativo Imobilizado
- Ativo Diferido

Passivo

As contas que representam as obrigações (dívidas da empresa para com terceiros) e o Patrimônio Líquido (dívidas da empresa para com seus proprietários).

Passivo Circulante

Neste grupo são classificadas as contas que correspondem às obrigações de curto prazo: obrigações a fornecedores, financeiras, fiscais, trabalhistas, provisões.

Passivo Exigível a Longo Prazo

Neste grupo são classificadas as contas representativas de obrigações cujos vencimentos ocorrem após o término do exercício social seguinte ao do balanço.

Resultado de Exercícios Futuros

São classificadas neste grupo as contas que representam receitas recebidas antecipadamente, pertencentes a exercícios futuros, diminuídos dos custos e despesas geradas em decorrência dessas mesmas receitas. Para fins de análise,

alguns analistas proferem excluir dos cálculos às contas constantes desse grupo, em função dos valores inexpressivos que representam em relação ao total do passivo.

Patrimônio Líquido

Neste grupo estão as obrigações da empresa com os sócios ou acionistas. No patrimônio líquido as contas podem ser classificadas da seguinte maneira:

- Capital Social;
- Reserva de Capital;
- Reserva de Reavaliação;
- Reserva de Lucros;
- Lucros ou Prejuízos Acumulados;

Matarazzo (1998, p.144) e Young e O'Byrne (2001, p.44-45) propõem uma padronização que difere um pouco do modelo imposto pela Lei das Sociedades por Ações 6.404/76. O objetivo é reclassificar as contas integrantes do balanço para uma melhor adequação ao cálculo de indicadores gerenciais, fugindo um pouco do padrão contábil.

Balanço Patrimonial

Ativo

Circulante

Financeiro / Errático:

Disponível

Aplicações Financeiras

Operacional / Cíclico:

Clientes

Estoques

Realizável a Longo Prazo

Permanente:

Investimentos

Imobilizado

Diferido

Passivo

Circulante

Operacional / Cíclico:

Fornecedores

Outras obrigações

Financeiro / Errático:

Empréstimos Bancários

Duplicatas Descontadas

Exigível a Longo Prazo

Resultado de Exercícios Futuros

Patrimônio Líquido:

Capital Social

Reservas de Avaliação

Reservas de Lucros

Lucros ou Prejuízos Acumulados

Fonte: adaptado de MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998. p. 144.

A reclassificação do balanço ocorre nas contas do ativo e passivo circulante, acrescentando às macro classificações financeiro / errático e operacional / cíclico. Esta reclassificação das contas é realizada para atender à demanda de uma análise com enfoque gerencial. Apesar de os ativos circulantes serem caracterizados como aqueles que têm o período de realização no curto prazo, existem alguns destes ativos que possuem a característica de continuidade durante a existência da empresa e que são naturalmente cíclicos.

No lado do passivo também será dividido o passivo circulante em passivo financeiro / errático que ocorrerá quando houver a necessidade de cobertura de caixa ou existirem obrigações não cíclicas, e em passivo / operacional / cíclico ligado às operações contínuas da empresa, como, por exemplo, as obrigações com os fornecedores.

2.2.3 Demonstrações de Resultados do Exercício

O demonstrativo de resultados do exercício, também conhecido como demonstrativo de lucros e perdas, retrata o resultado das operações da empresa durante um exercício social que corresponde ao período decorrido entre as datas de dois balanços consecutivos. Sua finalidade é apurar o lucro ou prejuízo do exercício. O lucro líquido, última linha do demonstrativo, é o resultado da confrontação das receitas menos todos custos e despesas incorridos.

O demonstrativo de resultados denomina de lucro operacional o resultado após as receitas e despesas financeiras, entretanto, esta é uma representação que atende a princípios contábeis. Para cálculos do NOPAT (lucro operacional pós-impostos) e do EVA (valor econômico agregado), será utilizado o EBIT (*earnings before interest and taxes*), que representa o verdadeiro lucro gerado pelas operações da empresa, independente da estrutura financeira e ajustado, após impostos, para o regime de caixa. O EBIT é o lucro operacional que a empresa teria, caso não possuísse dívidas. Ele inclui todos os itens operacionais, inclusive a maioria das receitas e despesas. Em geral excluem-se receitas e despesas financeiras, ganhos ou perdas de operações encerradas, eventos extraordinários e receitas de investimentos não-operacionais. Algumas empresas consideram as despesas financeiras de curto prazo como operacionais e, por conseguinte, estas fazem parte do cálculo do NOPAT. Os impostos sobre o EBIT representam o imposto de renda atribuível ao EBIT. São impostos que a empresa pagaria se não possuísse dívidas, títulos mobiliários em excesso e receitas ou despesas não-operacionais. O imposto sobre o EBIT é igual ao total da provisão para o imposto de renda (corrente e diferida) deduzido do imposto de renda atribuído às despesas financeiras e a itens não-operacionais.

Demonstrativo de Resultados

200X

Receita Bruta de vendas

(-) Impostos sobre vendas

(-) Abatimentos, devoluções e descontos comerciais

= Receita líquida de vendas

(-) Custo dos produtos e serviços vendidos

(-) Depreciação

(-) Amortização

= Lucro bruto

(-) Despesas operacionais

despesas de vendas

despesas administrativas

despesas gerais

depreciação

(+/-) Outras receitas/despesas operacionais

= Lucro operacional antes dos resultados financeiros – EBIT

Lucro operacional sem depreciação – EBITDA

(+) Receitas financeiras

(-) Despesas financeiras

= Lucro operacional

(+) Receitas não operacionais

(-) Despesas não operacionais

= Lucro antes do imposto de renda e contribuição social

(-) Imposto de renda e contribuição social

LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

EBIT = *Earnings before interest and tax*

EBITDA = *Earnings before interest, tax, depreciation e amortization*

Fonte: adaptado de MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998. P.48.

2.2.4 Demonstrações de Lucros ou Prejuízos Acumulados

É um relatório que evidencia saldos da conta lucro ou prejuízos acumulados no início e no final do exercício, bem como as variações ocorridas no exercício, decorrentes de ajustes de exercícios anteriores, reversões de reservas, resultado do exercício, transferências para reservas, dividendo e a parcela incorporada ao capital.

2.2.5 Demonstrações das Origens e Aplicações de Recursos

É um relatório contábil destinado a evidenciar, num determinado período, as modificações que deram origem às variações no capital circulante líquido da empresa.

Origens dos Recursos

As origens dos recursos são representadas pelos aumentos no capital circulante líquido.

As mais comuns são:

a) oriundas das próprias operações da empresa:

- Os lucros apurados nos exercícios.

b) oriundas dos acionistas:

- Aumentos de capital

c) oriundas de terceiros:

- Empréstimos a longo prazo.
- Vendas à vista de bens do ativo permanente.
- Transformações de realizável a longo prazo em realizável de curto prazo.

Aplicações dos Recursos

São representadas pelas diminuições do capital circulante líquido.

As mais comuns são:

a) inversões permanentes representadas por:

- aquisições de bens do ativo imobilizado;
- aquisições de investimentos
- aplicações em recursos no ativo diferido;

b) pagamentos de empréstimos a longo prazo:

- transferências de exigíveis a longo prazo para exigíveis de curto prazo;

d) distribuição de dividendos.

2.2.6 Análise das Demonstrações Financeiras

Para analisar as demonstrações financeiras é necessário levar em conta alguns pressupostos básicos. O analista deve verificar a evolução histórica da empresa e precisa comparar os resultados com os de outras empresas do setor.

A análise consiste na comparação de valores isolados ou de grupo de valores constantes dos demonstrativos contábeis, com a finalidade de obter informações sobre a situação econômico-financeira da empresa ou sobre os ritmos de seus negócios.

2.2.6.1 Finalidade

A finalidade da análise é transformar os dados extraídos das demonstrações financeiras em informações úteis para a tomada de decisões por parte das pessoas interessadas.

Atualmente, são muitos os usuários destas análises, seja para conhecer a rentabilidade do capital investido nas entidades e o grau de solvência para o cumprimento das suas obrigações, seja para avaliar o desempenho das entidades, de acordo com interesses específicos.

Não basta que uma empresa seja economicamente rentável. É necessário que sua estrutura financeira seja adequada à sua estrutura econômica no momento presente e futuro. Uma empresa, embora muito rentável, que não consiga cumprir suas obrigações de pagamento na data do vencimento por problemas de liquidez será classificada pelo mercado como insolvente e de pouco valerá sua rentabilidade.

2.2.7 Índices

Índice ou quociente é o resultado de uma comparação entre componentes de um conjunto, são utilizados para analisar demonstrações financeiras.

A análise por meio dos índices consiste na interpretação dos dados extraídos das demonstrações financeira, o uso de quocientes tem como finalidade principal permitir ao analista extrair tendências e comparar os quocientes com padrões preestabelecidos. A finalidade da análise é, mais do que retratar o que aconteceu no

passado, fornecer algumas bases para inferir o que poderá acontecer no futuro.

Os quocientes mais utilizados e que permitem um perfeito conhecimento da situação econômica e financeira da entidade, podem ser agrupados em:

- Índices que evidenciam a situação financeira.
- Índices que evidenciam a situação econômica.

Os índices que evidenciam a situação financeira são: Índices de Liquidez, Endividamento ou Estrutura de Capitais e Imobilizações; os que evidenciam a situação econômica são: Quocientes de Rentabilidade e Atividade.

Os índices consistem em relações estabelecidas entre duas grandezas e facilitam sensivelmente o trabalho do analista, uma vez que a apreciação de certas relações ou percentuais seja mais relevante que a observação de montantes isolados.

Cada índice ou subconjunto de índices contempla um determinado aspecto da empresa que dever ser analisado para se ter uma visão correta a respeito de sua saúde financeira. Isso não significa, porém, que se deve calcular um número excessivo de índices sobre informações contábeis que pouco representam a realidade, no final, além de gerar excessivas informações, acabam confundindo o usuário.

Quando as informações contábeis efetivamente representam a realidade econômico-financeira da empresa, poucos índices são suficientes para se conhecer a situação financeira e patrimonial e julgar os resultados da gestão.

Os índices a serem abordados são os seguintes:

- Índice de Solvência
- Índices de Rentabilidade
- Índices de Estrutura de Capital
- Índices de Rotação ou de Atividade

2.2.7.1 Índices de Solvência

Quando se está avaliando a solvência, a principal preocupação reside na capacidade da empresa de pagar suas contas sem dificuldade. Este é um sinalizador da capacidade de pagamento.

Estes quocientes de liquidez mostram a proporção existente entre os

investimentos efetuados no ativo circulante e no ativo realizável a longo prazo em relação aos capitais de terceiros. São calculados com base em valores extraídos do balanço patrimonial.

São quatro os índices para determinar a solvência: Liquidez Imediata; Liquidez Seca; Liquidez Corrente e Liquidez Geral.

O índice de liquidez imediata é calculado dividindo-se as disponibilidades pelo passivo circulante. Ele apura a capacidade da empresa de saldar seus compromissos, no curto prazo, sem que, para isso, tenha de vender suas mercadorias ou receber suas duplicatas.

O índice de liquidez seca é calculado com a mesma fórmula do índice de liquidez corrente, mas os estoques são excluídos (ativo circulante – estoques / passivo circulante). Apura a capacidade da empresa de saldar seus compromissos, no curto prazo, sem que, para isso, tenha de vender suas mercadorias, desfazer-se de seus estoques. Serve para verificar até que ponto uma retração nas vendas afetará a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo.

O índice de liquidez corrente compara ativo circulante e passivo circulante. A relação é o ativo circulante dividido pelo passivo circulante e serve para mostrar quanto a empresa tem de valores disponíveis e realizáveis dentro de um ano, para garantir o pagamento de suas dívidas vencíveis no mesmo período. Serve para verificar se há recursos em giro suficientes para o resgate dos compromissos em curto prazo. Quanto maior o número apurado maior a liquidez.

O índice de liquidez geral (que mostra qual a capacidade da empresa para saldar seus compromissos) é calculado da seguinte forma: ativo circulante mais ativo realizável em longo prazo, dividindo-se pelo passivo circulante mais o exigível em longo prazo. Quanto maior for o índice, melhor a situação financeira da empresa. Se ele for de 2, por exemplo, significa que a empresa tem condições de saldar suas dívidas duas vezes, utilizando apenas o que dispõe de ativo circulante e de ativo longo prazo.

Mas é relevante esclarecer que esses índices são globais, que existe um fator muito importante a ser considerado, quando se avalia a capacidade de pagamento que é a estrutura de prazos (prazos de recebimentos e pagamentos) e do ciclo operacional.

2.2.7.2 Índices de Rentabilidade

É preciso relativizar a rentabilidade pelo exame do lucro. É necessário verificar se ele provém das atividades normais da empresa ou se é resultado de realizações não-operacionais (venda de ações, de ativos permanentes ou participações em outras sociedades, etc.). O leitor do balanço deve ir à demonstração de resultados do exercício e examinar com cuidado os dados sobre as receitas e despesas não-operacionais.

Denominada, por alguns autores, de margem operacional, a margem líquida compara o lucro líquido com as vendas líquidas. Entretanto, também tem validade o cálculo dos quocientes deste tópico com as receitas brutas de vendas.

A rentabilidade mostra a evolução do patrimônio líquido. O objetivo é constatar quanto os sócios lucraram com seu investimento. O patrimônio líquido não é dinheiro da empresa, mas sim dos sócios. Para se mostrar a rentabilidade sobre o capital próprio compara-se o lucro líquido da empresa no exercício pelo seu patrimônio líquido (LL/PL).

Um quociente que ganha realce é o do giro do ativo. Ele pode ser calculado de duas formas:

- Giro do Ativo Operacional
- Giro do Ativo Total

Provavelmente o mais importante quociente individual de toda a análise das demonstrações financeiras seja o retorno sobre o investimento.

A taxa interna de retorno do investimento (TIR) permite comparar cada aspecto das diversas operações internas da companhia com usos alternativos do capital e, ao mesmo tempo, preserva as melhores informações de gerência de custos de única atividade sobre cada uma das atividades especializadas da companhia.

Esse indicador pode ser visto como uma combinação de dois indicadores de eficiência:

- a margem líquida (lucro líquido sobre receita)
- giro dos ativos (fixos e circulantes).

2.2.7.3 Índices da Estrutura de Capital

Estes índices relacionam as fontes de fundos entre si, procuram retratar a posição relativa do capital próprio com relação ao capital de terceiros, indicando a relação de dependência da empresa com relação ao capital de terceiros.

O ativo (aplicação de recursos) é financiado por capitais de terceiros (passivo circulante e passivo exigível a longo prazo) e por capitais próprios (patrimônio líquido). Portanto, capitais de terceiros e capital próprio são fontes (origens) de recursos.

O índice de participação de capitais de terceiros sobre recursos totais mostra o endividamento que é a extensão pela qual a empresa utiliza capital de terceiros. Na relação entre capital de terceiros e o total de capital aplicado (ativo total) obtém-se o índice de endividamento.

O índice de garantia de capital próprio ao capital de terceiros é obtido pela divisão do valor do capital próprio (patrimônio líquido) pelo total do capital de terceiros (passivo circulante + passivo exigível a longo prazo). Uma participação pequena de capital próprio em relação ao capital de terceiros torna a empresa vulnerável a qualquer intempérie.

O índice de composição do endividamento apresenta a relatividade das exigibilidades e é calculado pela divisão do passivo circulante pelo passivo total (passivo circulante + passivo exigível a longo prazo). O endividamento a curto prazo é, normalmente, utilizado para financiar o ativo circulante; o de longo prazo é, normalmente, utilizado para financiar o ativo permanente. Uma proporção favorável seria a de maior participação de dívidas a longo prazo, propiciando à empresa tempo maior para gerar recursos que saldarão os compromissos.

É preciso distinguir, dentro do passivo, o que são obrigações normais (salários, fornecedores, impostos, etc.) do que é dívida de financiamentos/empréstimos. E estes débitos, por sua vez, devem ser examinados em função das taxas de juro praticadas no País, e não em função somente de seu tamanho. Até o limite de risco aceitável, poderá ser “bom negócio” alto endividamento, desde que o retorno do ativo seja maior do que o custo de capital de terceiros.

As empresas com índices de endividamento relativamente elevados têm

retornos esperados mais elevados (efeito alavancagem financeira) quando a economia é normal, mas se expõem ao risco de perda quando a economia entra em recessão. Assim, as empresas com baixos índices de endividamento são menos arriscadas, mas também abandonam a oportunidade de alavancar seu retorno sobre o patrimônio.

É possível determinar também o endividamento de curto prazo, bastando dividir o passivo circulante pelo patrimônio líquido. O resultado desta fórmula demonstra a relação entre a dívida da empresa a curto prazo e o seu capital próprio, isto é, a quantidade de unidades de reais de propriedade de terceiros, liquidável a curto prazo, que a empresa suplementa a cada real de seu próprio capital, para dar curso às suas atividades. A tendência desejável deste índice deve ser decrescente, até mesmo sobre o patrimônio líquido não corrigido. Uma tendência ascendente, demonstrando maior grau de endividamento, se conjuga, em geral, com uma tendência declinante no índice de liquidez comum ou corrente. Já o endividamento total é obtido pela divisão do passivo Total (circulante e longo prazo) pelo patrimônio líquido. Esse índice demonstra a relação entre a dívida total da empresa e seu próprio capital, isto é, a quantidade de unidades de reais de propriedade de terceiros, que a empresa suplementa a cada real de próprio capital, para manter as atividades do seu empreendimento.

2.2.7.4 Índice de Rotação ou de Atividade

Os índices de rotação permitem conhecer o ritmo ou velocidade de transformação de certas massas patrimoniais ativas ou passivas. Quanto maior for o número de rotações destas massas patrimoniais, maior será a eficácia com que os executivos administram os capitais dos proprietários.

À medida que se diminui o prazo médio de recebimento em relação ao prazo médio de pagamentos, haverá condições mais tranquilas para obter posicionamento estático de liquidez mais adequado.

O índice de rotação dos recebimentos indica quantos dias, semanas ou meses a empresa deverá esperar, em média, antes de receber suas vendas à prazo, são obtidos dividindo-se a receita de vendas pelo valor da conta clientes (duplicatas a receber).

O índice de rotação dos estoques mostra quantos dias, semanas ou meses o estoque demora em ser vendido e é calculado mediante a divisão do valor do custo das vendas (C.M.V. ou C.P.V) pelo valor do estoque.

O índice de rotação de pagamentos expressa o número de dias, semanas ou meses que a empresa deverá esperar, em média, para liquidar suas dívidas e é obtido pela divisão do valor da conta fornecedores pelo valor das compras.

O aumento do número de giros e conseqüentemente a redução dos períodos médios das respectivas massas patrimoniais significa uma melhor gestão, que implicará em um melhor resultado empresarial.

O índice posicionamento relativo permite conhecer a relação existente entre os prazos de recebimento e de pagamentos e é calculado pela divisão do prazo médio de recebimento pelo prazo médio de pagamentos.

O índice de posicionamento de atividade indica se o prazo médio de recebimento das vendas, mais o prazo que demora para receber vendas está compatível com o prazo necessário para pagamento das compras e é obtido somando-se o prazo de estocagem mais o prazo que demora para receber as vendas dividindo-se pelo prazo de pagamento das compras.

2.2.8 Principais Medidas de Desempenho Tradicionais (anteriores ao EVA)

Dentre as principais medidas de desempenho tradicionais, destaca-se: Lucro Líquido; ROI – *Return on Investment* - Retorno Sobre o Investimento; ROE – *Return on Equity* – Retorno sobre o Patrimônio Líquido; RI – *Residual Income* – Lucro Residual.

2.2.8.1 Lucro Líquido

Disponível em todas as demonstrações de resultados, o lucro líquido é de fácil compreensão. Entretanto, diversos fatores distorcem a relevância do lucro líquido como indicador ou medida de desempenho, tais como: a exclusão da necessidade de investimento; o fator risco é ignorado e há possibilidade de utilização de métodos de contabilização que distorcem o resultado impedindo a sua comparabilidade, tais como: Estoques (FIFO – *First in First out*, LIFO – *Last in First*

out, Custo Médio); P&D (despesas do período ou capitalizada para posterior amortização) e Depreciação.

A maximização do lucro líquido não está ligada diretamente com a maximização da riqueza do acionista, podendo ser maior ou menor de acordo com os métodos contábeis utilizados, não se revelando assim um bom indicador para avaliar uma empresa, no sentido de medir *quantum* foi agregado de riqueza.

2.2.8.2 ROI – *Return on Investment* – Retorno Sobre o Investimento

Desenvolvido pela empresa Du Pont nas primeiras décadas do século XX, e relevando-se como porcentagem decorrente da razão do lucro líquido pelo capital investido, o ROI tem como propósito incorporar a base de investimento, uma medida de desempenho e para tanto, utiliza-se de três componentes da rentabilidade: receita, custo e investimento.

O ROI é calculado pela divisão do lucro líquido pelo ativo (neste caso considera que o ativo equivale ao capital investido na empresa), esta relação também é conhecida como ROA – *Return on Assets* – Retorno Sobre o Ativo.

O numerador e o denominador do ROI são definidos de formas diferentes pelas empresas, por exemplo no denominador o ativo pode incluir ou não a depreciação. Algumas empresas podem optar pelo lucro líquido operacional no numerador, outras pelo lucro líquido após o imposto de renda.

A possibilidade de desdobramento do indicador em duas razões diferentes: ROS – *Return on Sales* – Retorno Sobre as Vendas e Giro dos Ativos (*asset turn over*) é uma das vantagens do ROI. O retorno sobre as vendas permite verificar a rentabilidade da empresa, que pode variar de acordo como o ramo do negócio, permitindo, via indicador, o aumento da margem ou do giro tomar iniciativas no sentido de aumentar o ROI.

O ROI apresenta limitações de ordem contábil. Há possibilidade do ativo influenciar o resultado, fazendo com que as empresas mais maduras apresentem resultados aparentemente melhores. Além disto, não reflete as oportunidades e riscos futuros, ignora a estrutura de capital da empresa e sua política de financiamento.

2.2.8.3 ROE – *Return on Equity* – Retorno Sobre o Patrimônio Líquido

O ROE mensura o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa, permitindo ao acionista observar o montante de retorno a que fez jus e a eficiência do mesmo, permite ainda verificar como está a gestão dos recursos próprios e de terceiros.

Apresenta também limitações de ordem contábil (custo histórico) e não permite separação entre desempenho financeiro e operacional, inviabilizando análises comparativas e de tendências. Para STEWART (1991), a maior limitação do ROE é *“os gerentes podem ser tentados a aceitar projetos que são financiados com dívidas e deixar passar por outros muito bons que devem ser financiados com o patrimônio”*.

2.2.8.4 RI – *Residual Income* – Lucro Residual

A teoria neoclássica utiliza o conceito de lucro residual desde 1890, quando o economista MARSHALL (1972), expôs: *“O que sobra do lucro dele (dono ou gerente) depois de deduzir juros no seu capital a índices reais pode ser chamar de lucros gerenciados”*.

Segundo HORNGREN (1997), o lucro residual é igual ao lucro líquido menos os juros embutidos no investimento, ou seja:

$$RI = \text{LUCRO LÍQUIDO} - \text{JUROS DO INVESTIMENTO}$$

O lucro residual utiliza o conceito de criação de riqueza, o que é uma vantagem se comparado ao ROI, entretanto, surge como desvantagem o fato de que o ROI está vinculado ao fato de que o resultado é apresentado em termos absolutos e o RI ou conceito de riqueza, ocorre sempre que se investe em projetos que apresentem retornos acima do custo do capital o que torna sua interpretação restrita.

Devido a estes e outros motivos é que surge o EVA, uma grande evolução, em seu nível mais básico é uma medida de desempenho que difere da maioria das demais, ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza.

2.2.9 Medidas de Desempenho Tradicionais *versus* Valor da empresa

Todos os modelos de avaliação de desempenho tradicionais têm algumas características (falhas) em comum:

- Baseiam-se exclusivamente em dados contábeis;
- Não incluem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos acionistas; e
- Não dão tratamento algum para o risco associado à incerteza com relação aos resultados futuros.

Dessa forma, medidas contábeis tradicionais como o lucro, lucro por ação, retorno sobre o Patrimônio Líquido e outras, são insuficientes às atuais demandas de informações exigidas pelo mercado. Já o valor é uma medida bem mais completa, porque leva em consideração, em seus cálculos, a geração de caixa operacional atual e potencial da empresa, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento.

COPELAND, KOLLER e MURRIN (2000, P.21) posiciona-se a respeito do assunto afirmando que:

“o valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa. Para compreender plenamente o processo de criação de valor é preciso usar uma perspectiva de longo prazo, gerenciar os fluxos de caixa tanto da Demonstração dos Resultados como do Balanço Patrimonial e saber como comparar os fluxos de caixa de diferentes períodos ajustados a seus riscos”.

Logo, o conceito de “valor” para o acionista significa o aumento do valor de suas ações no mercado. A idéia básica é a de que: o fluxo de entrada, comparado com o valor inicial, deve ser maior do que este. Nesse caso há criação de valor. Quando isso não ocorre, há perda ou destruição de valor.

Assim, com o objetivo de contornar as deficiências dos sistemas de avaliação meramente contábeis, grandes companhias, espalhadas pelo mundo, têm adotado modelos de avaliação de desempenho baseados em criação de valor (riqueza), capazes de sintetizar as considerações essenciais relativas à rentabilidade, risco e custo de oportunidades dos acionistas.

A discussão sobre modelos ideais de avaliação de empresas continua despertando o interesse de grande parte dos investidores e acadêmicos. Nesse

sentido, a compreensão e o emprego do conceito do Economic Value Added (EVA), como ferramenta de análise e medida de desempenho, vem ganhando um espaço cada vez maior entre aqueles que se interessam com a saúde financeira das empresas, como investidores, emprestadores de dinheiro, fornecedores, concorrentes, etc., por permitir maior transparência dos resultados alcançados pelas práticas de governança corporativa das empresas, melhor convergência entre os interesses dos executivos e dos acionistas e, principalmente, a maximização da riqueza dos acionistas, que é o objetivo principal da administração.

Em seu livro “EVA, em busca do valor”, STEWART mostra com clareza porque o EVA é a melhor metodologia a ser utilizado por qualquer sistema corporativo, servindo de base para a correta tomada de decisões pelos administradores, para avaliação da gestão das empresas e como ferramenta de convergência dos interesses dos administradores como os dos sócios. Ou seja, é o modelo de avaliação do sistema de Governança Corporativa ideal para toda e qualquer empresa, seja ela de capital aberto ou fechado.

2.2.10 Custo de Capital

Young e O’Byrne (2001, p.162) definem como custo de capital de qualquer investimento, em projetos, unidade de negócio, ou em toda empresa, a taxa de retorno que o provedor de capital espera receber, caso este capital seja investido em outro projeto qualquer, ativo ou companhia de comparável risco. Em outras palavras, o custo de capital é um custo de oportunidade.

O elemento risco é crucial para entendimento do custo de capital e como este é calculado. Todos os investidores são avessos ao risco, preferindo, sempre, o menor possível. O que não significa não suportar riscos, mas sim, que, para tanto, exigem altos retornos. A questão fundamental e que requer um maior conhecimento técnico é justamente determinar o quanto mais estes investidores esperam de retorno para sentirem-se adequadamente compensados.

A média ponderada do custo de capital WACC (*weighted average cost of capital*) é a média ponderada do custo marginal pós-impostos do capital de terceiros e do capital próprio baseada na estrutura de capital empregada pela companhia.

2.3 VBM – *Management Based Value* (Gestão Baseada no Valor)

A gestão baseada no valor, é um sistema de gerenciamento que orienta o processo de tomada de decisão com base na criação de valor, exige uma mudança de comportamento, uma nova postura organizacional – da presidência ao chão da fábrica – todos devem estar atentos à escolha de alternativas que agreguem valor, e para tanto, podem ser guiados pelos direcionadores de valor (*value drivers*), ou seja, pelas variáveis que vão determinar o valor da empresa.

A VBM na organização depende essencialmente da implantação de um sistema de remuneração variável, onde cada funcionário recebe de acordo com o “*quantum*” foi criado de valor, este sistema faz com que os gerentes ganhem pelos resultados apresentados – quanto maior for o retorno dos acionistas, maior também será a sua remuneração.

A mensuração do valor agregado é feita com base no indicador EVA – *Economic Value Added*, marca comercial da Stern Stewart & Co.

Premissas básicas para o sucesso da VBM:

2.3.1 Mudança de Comportamento Organizacional

Ao utilizarem a gestão baseada no valor, as empresas devem tomar algumas medidas para mudar o comportamento, dentre elas vale ressaltar:

- 1 – Gerir visando um retorno sobre o investimento mais elevado,
- 2 – Fazer uso dos direcionadores de valor (*Value Drivers*) para tomar decisões,
- 3 – Implantar um sistema de remuneração variável,
- 4 – Instituir o EVA como único indicador de melhoria contínua.

Para Ehrbal (1999), o simples fato de se utilizar o indicador EVA, como medida de desempenho para determinar a remuneração dos funcionários na organização, garante a mudança de comportamento, segundo ele:

“a verdadeira mágica do EVA surge da mudança de comportamento em toda uma organização e isto depende crucialmente de utilizá-la como base para remuneração variável”.

COPELAND et al (2000), cita seis medidas que ajudam mudar o comportamento:

- 1 – Direcionar os processos de planejamento e de avaliação de desempenho para criação de valor;
- 2 – Desenvolver metas e medidas de desempenho orientadas para criação de valor;
- 3 – Reestruturar o sistema de remuneração para dar maior ênfase à criação de valor para o acionista;
- 4 – Avaliar decisões de investimentos estratégicas explicitamente em termos de seu impacto sobre o valor;
- 5 – Comunicar-se mais claramente com os investidores e analistas sobre o valor dos planos;
- 6 – Reformular o papel do diretor financeiro.

É impossível institucionalizar uma nova cultura através de processos administrativos, no caso específico da VBM, Copeland et al (2000), citam quatro passos que coletivamente, seqüenciados ou não, guiam e governam a adoção da VBM na organização:

- 1 – Desenvolvimento de estratégia – A estratégia deve apresentar uma clara descrição de como a unidade de negocio alcançara uma vantagem competitiva que lhe permita criar valor. O desenvolvimento de uma análise de mercado, dos concorrentes, dos ativos e das habilidades da unidade deverá servir de base.
- 2 – Definição de metas – Considerando-se como o caminho que a administração comunica que espera alcançar, elas devem ter como base os principais *value drivers* da unidade vistos sob perspectivas financeiras e não financeiras e deve ainda contemplar um vínculo entre as metas de curto e longo prazo.
- 3 – Planos de ação/orçamentos; devem traduzir a estratégia da unidade de negocio em iniciativas específicas que a empresa deverá adotar para alcançar suas metas, estes planos de ação e orçamentos além de serem expressos em termos financeiros devem identificar ações que a empresa devera tomar para atingir a meta.
- 4 – Avaliação de desempenho / sistemas de incentivos – Cada unidade de negócio terá indicadores diferenciados de desempenho, estes devem apresentar um vínculo entre as metas de curto prazo e combinar medidas financeiras e não financeiras baseadas nos *value drivers* que servirão como base para avaliação de desempenho e para remuneração do sistema de incentivos.

Estes passos, em uma visão mais analítica, também são utilizados pelo sistema de gerenciamento estratégico integrado – *Balanced Scorecard* idealizado por NORTON & KAPLAN (19997):

“Empresas inovadoras estão utilizando o Scorecard como um sistema de gestão estratégica para administrar a estratégia em longo prazo ... elas adotaram a filosofia do Scorecard para viabilizar processos gerenciais críticos:

- 1 – Esclarecer e traduzir a visão e as estratégias da empresa;
- 2 – Comunicar e associar objetivos e medidas genéricas;
- 3 – Planejar, estabelecer metas e alinhar iniciativas estratégicas, e
- 4 – Melhorar o feedback e o aprendizado estratégico.”

O Balanced Scorecard capta as atividades críticas de geração de valor criadas pro funcionários e executivos capazes e motivados da empresa. O Balanced Scorecard é mais do que um sistema de medidas táticas ou operacionais.

2.3.2 Utilização dos Direcionadores de Valor (*Value Drivers*)

O conhecimento dos direcionadores de valor é uma parte importante da VBM por serem eles a última instância, as variáveis que vão determinar o valor da empresa. Além deste, são fatores decisivos que irão influenciar o valor de uma empresa: o gerenciamento eficaz e a delegação de responsabilidade àqueles que efetivamente controlam os *Value Drivers*.

Identificar os Value Drivers é um processo criativo que exige muita tentativa e erro, mas ao alinhá-los consegue-se a chave para organizar uma árvore de Value Drivers que seja útil ao processo decisório.

Os principais direcionadores de valor são dinâmicos, necessitam ser examinados periodicamente e não podem ser considerados isolados uns dos outros, portanto recomenda-se a análise de cenários para que se possa compreender qual é a correlação existente entre eles.

Os cenários representam o impacto sobre o valor de uma empresa que pode ser percebido através dos diferentes conjuntos de suposições auxiliando no processo de entendimento da relação estratégia e valor.

Segundo Copeland et al (2000), “os *Value Drivers* e os cenários fazem com a VBM se baseie em fatos porque vinculam ações gerenciais a seus efeitos sobre o valor da empresa. Juntos, esses aspectos formam a cultura voltada para o valor, que é necessária a VBM”.

Na figura 1, a seguir, COPELAND et al (2000), recomenda a separação dos Value Drivers em 03 (três) níveis, que são diferenciados pelo impacto que eles provocam.

Níveis dos Value Drivers:

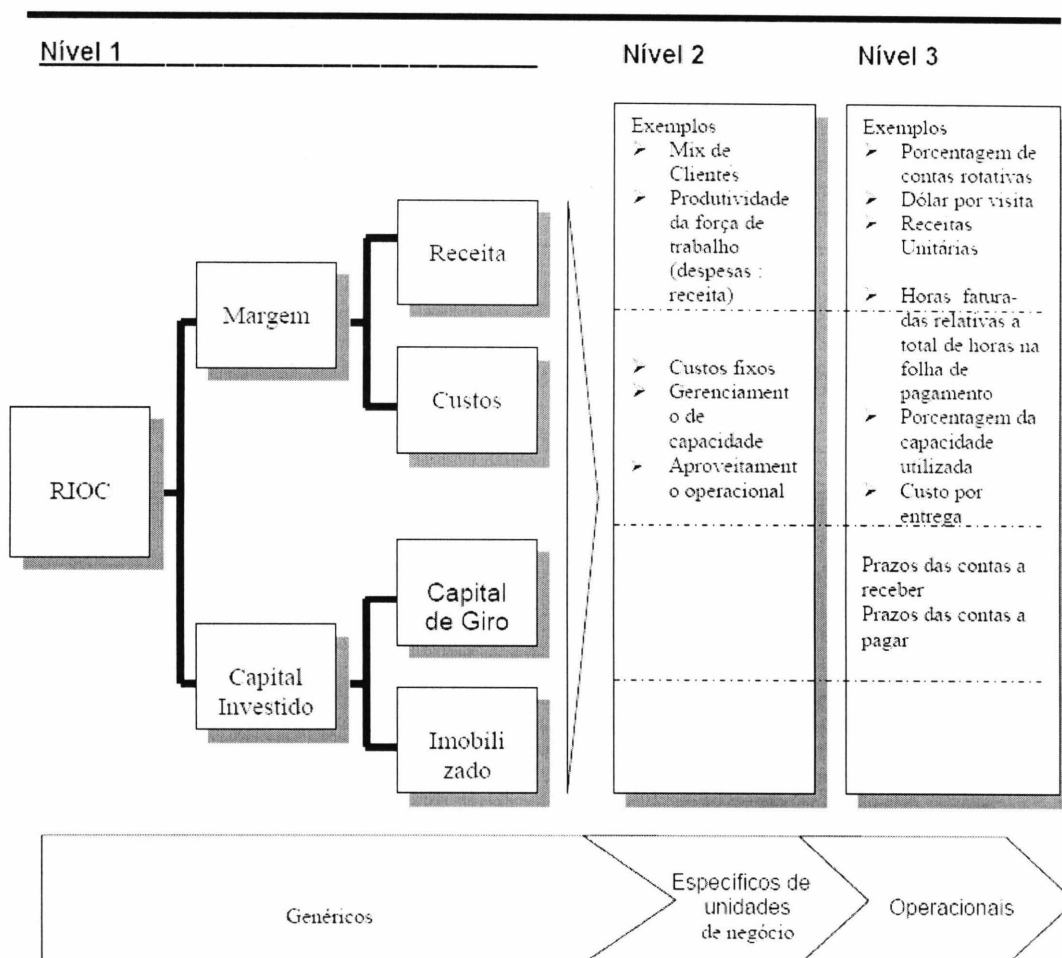
Nível Genérico: Em que as margens operacionais e o capital investido são

combinados para calcular o RIOC;

Nível Operacional: Em que se faz necessária à vinculação dos Value Drivers às ações e decisões específicas dos gerentes de linha;

Nível de Unidade de Negócio: Em que variáveis como o mix de clientes é particularmente relevante.

Níveis de Identificação de *Value Drivers*



Fonte: COPELAND, Thomas E. KOLLER, Tim and MURRIN, Jack. 2000, pág 108

2.3.3 Instituição de um sistema de remuneração variável

O sistema de remuneração variável numa gestão baseada no valor, deve ter como base o valor econômico, ou seja, deve ter base no lucro econômico.

Os planos de incentivos convencionais que utilizam em lucro por ação, lucros operacionais, retorno sobre o capital ou retorno sobre ativos como medida para pagamento de bônus aos seus gerentes, muito embora levem em consideração o balanço, sofre distorções por anomalias “contábeis”.

Vale ressaltar que nada impede (exceto a falta de informação) que valores contábeis sejam transformados em valores econômicos pela própria contabilidade, portanto, antes de tudo, é necessário que a teoria da comunicação (teoria contábil) seja posta em uso pelo diversos usuários da Ciência Contábil que continua

“exercendo a missão de mensurar e comunicar informação econômica, financeira, física e social, a fim de permitir decisões e julgamentos adequados por parte dos usuários da informação”. IUDÍCIBUS 1996. (grifo nosso).

A finalidade da remuneração variável é formalizar um plano de incentivos que faça com que os funcionários trabalhem de forma mais eficiente visando maximizar o desempenho da organização com base em resultados econômicos.

Substituindo alvos contábeis por alvos econômicos num plano de incentivos, os gerentes passam pensar mais no longo prazo que no curto prazo, gastarão menos para aumentar os ganhos em longo prazo, já que serão avaliados por resultados em longo prazo e não por desempenhos auferidos no curto prazo.

2.3.4 Implementando a VBM – *Management Based Value*

Ao implementar a VBM a empresa deve ficar atenta para não resultar em aumento de burocracia, as informações a serem geradas devem ser relevantes e comunicar de forma bidirecional o ocorrido, permitindo um *feedback* para todos os níveis da organização.

Mesmo se tratando de um processo longo e complexo, Copeland et al (2000), apresenta uma lista de características necessárias à implantação da VBM:

- Demonstrar apoio explícito e visível por parte da alta administração;
- Desenvolver um melhor processo decisório para o pessoal operacional (e não apenas o pessoal financeiro);
- Estabelecer uma massa crítica de habilidades e conhecimento sobre o modelo em todas as áreas da empresa;
- Integrar fortemente a VBM com todos os elementos do planejamento;
- Minimizar as questões metodológicas e priorizar aplicações práticas;
- Analisar questões estratégicas específicas para cada unidade de negócio, em lugar de adotar uma abordagem genérica;
- Assegurar a disponibilidade de informações básicas (por exemplo, balanços das unidades de negócio, parâmetros externos de desempenho);
- Oferecer modelos de avaliação e formatos de relatórios gerenciais comuns e fáceis de usar para agilizar a entrega dos relatórios;
- Vincular incentivos à criação de valor;
- Exigir que as solicitações de capital e recursos humanos tenham como justificativa a criação de valor.

A VBM deve maximizar continuamente o valor da empresa, norteando o processo decisório, desde a estratégia até as decisões operacionais. Deve disseminar uma cultura voltada para criação de valor. Para tanto, uma comunicação bidirecional e o estabelecimento de uma linguagem comum em toda a organização se faz necessária.

3 DESENVOLVIMENTO

3.1 VALOR ECONÔMICO AGREGADO (EVA – *ECONOMIC VALUE ADDED*)

3.1.1 Conceito

EVA é uma marca registrada da Stern Stewart & Co (USA) que recupera a antiga idéia de lucro econômico (ou lucro residual), com base no fato de que somente existe lucro após a remuneração de todo o capital empregado.

Conforme Ehrbar (1999, p.1), o EVA é uma sigla para *valor econômico agregado*, é uma medida de desempenho empresarial, que difere da maioria das demais, ao inclui uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza. Young e O'Byrne (2001, p.5) consideram que o EVA mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno do capital da empresa e o custo deste capital. É similar a outros indicadores contábeis de lucro, porém com uma importante diferença: EVA considera o custo de todo capital. É também um instrumento para alterar o comportamento gerencial, que faz os gerentes pensarem diferente sobre seu trabalho. A Stern Stewart & Co. conceitua EVA como uma estrutura integrada de gerenciamento de negócios e remuneração variável, que estabelece um novo direcionamento dentro da organização. Seu objetivo é maximizar o valor criado pela empresa através de uma mudança na cultura organizacional. O EVA visa alinhar os objetivos dos acionistas com os dos gerentes, para que estes pensem, ajam e sejam remunerados como donos da empresa.

Segundo EHRBAR AL (1999),

“ EVA é muito mais do que uma simples medida de desempenho, é a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica; que pode transformar uma cultura corporativa; que pode melhorar as vidas dos profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos; e que pode ajudá-los a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios”.

“ O EVA é uma medida daqueles lucros verdadeiros...requer em primeiro lugar, uma série de decisões... quanto a como medir corretamente o lucro operacional, como medir capital e como determinar o custo do capital”.

Quando as empresas utilizam o EVA plenamente, que é o que devem fazer para mudar comportamento, este se torna muito mais do que apenas mais uma maneira de somar custos e calcular lucro. O EVA é:

- Uma medida de desempenho empresarial...
- A única medida de desempenho que oferece a resposta certa no sentido de que mais EVA é sempre definitivamente melhor para os acionistas...
- Uma estrutura que empresas poderão utilizar para comunicar suas metas e realizações a investidores...
- Mais importante, um sistema interno de governança (conjunto de normas, valores e regras que moldam o comportamento dos gerentes de uma empresa) corporativa que motiva todos os gerentes e funcionários a trabalharem de forma cooperativa e entusiasmada para alcançarem o melhor desempenho possível."

3.1.2 Histórico

A idéia básica que esta pro trás do EVA não é nova. EVA vem da teoria financeira e dos princípios financeiros que têm sido divulgados desde longa data. Segundo Young e O' Byrne (201, p.5), é sim uma inovação, bastante significativa e importante, porque tornou moderna a teoria financeira e suas implicações na administração, facilitando o entendimento de gerente que não são treinados em finanças ou que mantém pouco contato com todo este arcabouço financeiro em seu dia-a-dia.

Como explica Joel M. Stern (1999, p.1), a gênese teórica do EVA é encontrada no modelo econômico do valor para a empresa, criado pelos prêmios Nobel Merton H. Muller e Franco Modigliani. O EVA também deve muito ao trabalho pioneiro sobre comportamento organizacional e custos de agenciamento de Michael C. Jensen e de William H. Meckling. Joel Stern e G. Bennett Stewart III, os fundadores da Stern Stewart & Co. traduziram aqueles trabalhos teóricos em um sistema de fácil compreensão que otimiza o direcionamento dos recursos de qualquer empresa. Economistas financeiros há muito sabiam que custos, adequadamente medidos, incluem um assim chamado retorno normal, sobre os investimentos, e que os lucros não começam até que as empresas tenham coberto aquele retorno. Joel e Bennet compreenderam aquelas idéias e as moldaram de forma que qualquer pessoa possa compreendê-las e utilizá-las em suas decisões do dia-a-dia.

3.1.3 EVA no Brasil

O primeiro projeto brasileiro de gestão EVA data de 1995. Enquanto trabalhava com uma enorme variedade de empresas brasileiras, a Stern Stewart acumulou ampla experiência na implementação do EVA dentro das condições específicas do Brasil. Esse compromisso da Stern Stewart com a criação de valor para empresas brasileiras culminou com a abertura do escritório de São Paulo, em abril de 1999.

No Brasil como nos Estados Unidos, a Stern Stewart também atua fortemente nas áreas de estratégia financeira e análise de investimentos. Também no Brasil foram estabelecidas importantes parcerias para dar suporte aos clientes, tanto na área de Sistemas de Informações quanto na de Fusões e Aquisições.

3.1.4 Fatores que aumentam o EVA

Conforme Ehrbar (1999, p.106-107), existem apenas quatro maneiras para aumentar o EVA ao máximo possível para maximizar a riqueza dos acionistas:

- a) Cortar custos e reduzir imposto para aumentar o NOPAT sem acrescer capital. Ou seja, operar de forma mais eficiente para ganhar um maior retorno sobre o capital já investido no negócio. Segundo Young e O'Byrne (2001, p.68), aumentar a ROCE (*return on capital employed*) ou ROIC (*return on invested capitalized*) enquanto o WACC (*weighted average cost of capital*) e o capital investido permanecem constantes.
- b) Empreender todos os investimentos nos quais o aumento do NOPAT será maior do que aumentos de encargos de capital. Ou seja, investir em crescimento lucrativo, empreende todo o projeto com valor líquido presente positivo. Conforme Young e O'Byrne (2001, p.70), mesmo que, se na estratégia de crescimento ao longo dos anos espera-se a redução do RONA, estará criado valor, enquanto o ROCE incremental for superior ao WACC. A chave para criação de valor é aumentar o valor de mercado mais rápido do que o aumento de capital.
- c) Retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excedam qualquer redução de NOPAT. Ou seja, deixar de investir, ou liquidar, ativos e atividades que não estejam gerando retornos iguais ou maiores do que o custo de capital. As grandes mudanças nesta área são as vendas de ativos que valham mais para outros, mas a categoria também inclui coisas como redução de estoques e aceleração de contas a receber.
- d) Estruturar as finanças da empresa de forma tal, que minimizem o custo de capital, algo que reside exclusivamente nos domínios do departamento financeiro, do presidente e do conselho de administração. A estratégia financeira pode exercer um efeito significativo sobre o custo de capital e, portanto, sobre o EVA e o valor de mercado. Esta estratégia financeira está alicerçada no mix de endividamento e de capital próprio, ou seja, na estrutura de capital.

Segundo Young e O'Byrne (2001, p.72), acrescentam-se, ainda, uma maneira de se aumentar o EVA da empresa, que é um longo período de uma vantagem competitiva sustentável sobre o qual se espera que o ROCE seja superior ao WACC. Quanto maior o período em que a empresa conseguir sustentar a vantagem competitiva, mais tempo estará apta a receber retornos superiores ao custo de capital.

3.1.5 Vantagens, desvantagens e dificuldades

O EVA apresenta a grande vantagem de ser de fácil entendimento e aplicação dos seus conceitos, até mesmo para colaboradores não experientes em finanças. Outra importante vantagem está relacionada com a capacidade de se conseguir medi-lo nos diferentes níveis das organizações e conseqüentemente traduzi-lo em ações orientadas para todos os níveis organizacionais. As destacadas desvantagens do EVA são relacionadas com os complexos e necessários ajustes contábeis que devem ser efetuados para avaliar corretamente a situação da empresa e com a falta de padronização e regulamentação para seu cálculo. A comparação direta dos relatórios EVA de varias empresas poderá ser problemática, na medida em que os ajustes sejam inconsistentes, e os cálculos considerem diferentes fatores.

3.1.6 Calculando o EVA

3.1.6.1 Cálculo do NOPAT

O *NOPAT (net operating after tax)* ou lucro operacional pós-impostos representa o lucro operacional da empresa após os impostos terem sido ajustados para o regime de caixa. Para seu cálculo, utiliza-se o *EBIT (earnings before interest and taxes)*, subtraído dos impostos atribuíveis a este. Por vezes, consideram-se os juros do financiamento de curto prazo.

3.1.6.2 Cálculo do Capital

Conforme Coland, Koller e Murrin (2000, p.147), capital investido representa o valor investido nas operações da empresa. Young e O'Byrne (2001, p.43) definem como capital investido a soma de todas as formas de financiamento da empresa, excluídas as de curto prazo, denominadas de capital de giro não-oneroso. Por capital de giro não-oneroso, também denominado passivo circulante não-oneroso, entendem-se como as contas a pagar e despesas provisionadas. O motivo de subtrair essas contas do ativo total é a garantia de consistência com a definição de NOPAT. Os custos implícitos de financiamento associados a esses passivos já estão incluídos nas despesas que são deduzidas no cálculo do NOPAT. Por exemplo, os juros implícitos, nos quais as empresas incorrem quando pagam as contas de seus bens ou serviços a curto prazo e não à vista, estão incluídos no custo da mercadoria vendida. Por tanto subtraindo-se o passivo não-oneroso no momento de calcular o capital, obtemos consistência com o NOPAT.

$$\text{Ativo Total} - \text{Passivo Circulante não-oneroso} = \text{Capital Investido}$$

3.1.6.3 Cálculo do EVA

EVA equivale ao NOPAT (lucro operacional pós-impostos) subtraído do custo de capital (encargos do capital) utilizado para gerar este lucro.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Custo de capital}$$

Onde, NOPAT é o lucro operacional pós-impostos, que mede o lucro gerado pela empresa em suas operações.

Custo do Capital é o custo atribuído ao capital utilizado pela empresa.

$$\text{Custo de Capital} = \text{Capital Investido} \times \text{Custo do Capital}$$

EVA também equivale ao ROCE (retorno sobre o capital empregado), subtraído do WACC (custo médio ponderado de capital) multiplicado pelo capital

investido. Em outras palavras, representa o *spread* entre o retorno sobre o capital investido e o custo do capital, multiplicado pelo capital investido.

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{Capital Investido}$$

ROCE equivale ao retorno sobre o capital empregado.

WACC equivale a soma dos custos de cada componente do capital (curto prazo, longo prazo e patrimônio líquido) ponderado por sua relativa proporção na estrutura de capital da empresa.

Capital Investido equivale ao ativo total descontadas as fontes de financiamento não-onerosas.

3.1.7 Implementando o EVA na empresa

Para implementar o EVA de forma simples e correta ele deve-se tornar o ponto focal da gestão do negócio. Concentrar-se no EVA é o que é necessário para unificar e esclarecer o processo decisório. Não basta acrescentar o EVA aos outros sistemas. O EVA deve substituir todo o resto. Caso contrário, o EVA não será simples, apenas tornará a gestão mais complexa.

Para EHRBAR (1999)

“Uma empresa não deve medir o seu EVA uma vez por ano, depois que o ano passou, e sim mês a mês. O EVA não deve ser complemento ao processo de disseminação de informações, uma linha numa página, ou uma medição de um “Balanced Scorecard”. O EVA deve ser a pedra fundamental sobre a qual todo o processo de tomada de decisão se baseia”.

A primeira página do relatório mensal do EVA é o resumo do EVA. Apresenta um cálculo de EVA simplificado – vendas menos custos operacionais menos custos de capital – nas com capacidade de chegar até detalhes. A segunda página é o relatório diagnóstico denominado “Drivers do EVA”. É onde outras medições são conectadas numa cadeia de causa e efeito que explica mudanças no EVA. “Este balanced scorecard” é disposto numa pirâmide, com o EVA no ápice.

O relatório de Drivers do EVA pode ser organizado por função, mercado ou por processo. O mais importante é aumentar o EVA, este é o objetivo principal.

Outros resultados e indicadores são interessantes e úteis apenas como meios de se alcançar este objetivo.

O EVA também deve auxiliar a formulação de planos, projetos e orçamentos.

O segundo passo para uma implementação do Eva bem-sucedida é a responsabilização, que pode ser melhor alcançada pela remuneração dos gerentes pelo aumento do EVA através do plano especial de bônus.

O bônus derivado do EVA deve ser divulgado na terceira página do relatório mensal. O cálculo do bônus também deve ser embutido nos planos de orçamento de capital e do processo decisório que projetam e descontam o EVA.

A implementação do EVA é prevista e planejada em um período para incluir as quatro principais aplicações do EVA através de três fases sobrepostas. As principais aplicações são mais bem descritas por palavras iniciadas com a letra *m*. As primeiras duas, para desenvolver e instituir o EVA como *medida* (*measure*) e como *sistema de gestão* (*management system*), se fundem em uma fase. A segunda fase, utilizando para *motivação* (*motivation*), se preocupa com a customização dos planos especiais de bônus que transformam os gerentes em proprietários. A terceira fase implanta o Eva firmemente como *mentalidade* (*mindset*), com audiências importantes, dentro e fora da empresa.

A implementação não pode começar até que uma estrutura ótima de centros de EVA tenha sido elaborada. Centros de EVA são unidades e subunidades para as quais o EVA será medido e gerenciado com bases contínuas. A empresa consolidada é o centro do EVA final e o objetivo é aumentar o EVA naquele nível ao máximo.

Se a empresa não adotar a VBM, poderá até medir o seu EVA, entretanto, se não houver uma mudança cultural na organização, a determinação dos *Value Drivers* e a instituição do sistema de remuneração variável, o EVA passara a ser apenas mais um indicador e todos na organização continuarão deixando de tomar decisões e escolher alternativas que agreguem valor.

3.1.8 EVA como Medida de Desempenho

A maior dificuldade que as empresas tem enfrentado em sua luta pela criação de riqueza para os acionistas, é uma compreensão fundamentalmente

equivocada de como o mercado determina os preços das ações, na verdade, o retorno total para os acionistas pode constituir medida enganosa de desempenho, o valor de mercado por si só nada significa e lucro por ação não conta.

O retorno total para os acionistas certamente parece ser a verdadeira chave para criação de riqueza, afinal para qualquer empresa, um retorno total mais elevado é com certeza melhor do que um mais baixo. Mas retorno total realmente não nos diz se uma empresa está indo melhor do que a outra. Isto porque a taxa de retorno exigida de uma empresa, ou seu custo de capital, aumenta juntamente com o grau de risco do negócio.

A taxa de retorno exigida para investidores de capital aumenta em conformidade com o grau de alavancagem no balanço patrimonial de uma empresa.

O valor de mercado não diz absolutamente nada sobre a criação de valor. Nos diz o valor de uma empresa, é claro, mas despreza aquele assunto vital de quanto capital a empresa investiu para alcançar aquele valor. A criação de valor é determinada não pelo valor de mercado de uma empresa e sim pela diferença entre o valor de mercado e o capital que investidores comprometeram naquela empresa.

3.1.8.1 MVA

A diferença entre o valor total de mercado (ações e endividamento) e o capital total é um número que denomina-se MVA – valor de mercado agregado. A fórmula é a seguinte:

$$\text{MVA} = \text{valor de mercado} - \text{capital total}.$$

O MVA é a medida definitiva de criação de valor por ser a diferença entre entrada de caixa e saída de caixa. O MVA é o montante acumulado pelo qual a empresa valorizou- ou desvalorizou- a riqueza dos acionistas, o MVA é, também, a melhor medida externa de desempenho da gerencia porque engloba a avaliação do mercado da eficácia com a qual os gerentes da empresa utilizaram os recursos escassos que tinham sob seu controle. Também reflete o quão bem a gerencia posicionou a empresa para o longo prazo, porque os valores de mercado incorporam o valor presente de resultados esperados de longo prazo.

O MVA também é ajustado para risco, já que os valores de mercado de empresas incorporam julgamentos de investidores quanto a risco além de desempenho.

O valor de mercado de uma empresa é o valor presente de lucros futuros descontados para hoje ao custo de capital da empresa. Investidores esperam que uma empresa ganhe exatamente seu custo de capital, em mais, nem menos, seu valor de mercado será igual ao capital. Neste caso, o MVA – valor de mercado menos capital- será zero. A riqueza é preservada quando investidores esperam que uma empresa gere lucros suficientes para atender a taxa de retorno mínima aceitável.

Embora a meta de qualquer empresa devesse ser criar o maior MVA possível, o MVA em si não tem muita utilidade como guia para a tomada de decisões no dia-a-dia. Mudanças no nível geral da bolsa de valores poderão sobrepujar a contribuição das ações da gerência no curto prazo. O MVA, somente poderá ser calculado se a empresa tiver suas ações negociadas em bolsa e tiver um preço de mercado. Mesmo empresas de capital aberto, o MVA somente poderá ser calculado a nível consolidado; não há MVA para uma divisão, unidade de negócios, subsidiária ou linha de produtos. Assim, o MVA não oferece qualquer auxílio na avaliação do desempenho das muitas partes que formam o inteiro corporativo. Como resultado, gerentes têm que focalizar em alguma medida interna de desempenho que seja estreitamente ligada ao veredicto externo do MVA.

O caminho infinitamente melhor é gerenciar visando aumentos de EVA, porque EVA é a medida interna de desempenho mais estreitamente correlacionada ao MVA e oferece a indicação mais confiável de que as ações da gerência contribuirão para a riqueza dos acionistas.

As empresas que buscam um MVA mais elevado devem abandonar a idéia de lucro por ação. A pressuposição de que empresas podem manipular os preços de suas ações através da fabricação de lucros é, na melhor das hipóteses, uma autoconfiança exagerada.

Os gerentes visando lucros maiores estão contando com o modelo contábil de avaliação de ações. O modelo contábil afirma que uma vaga combinação de lucro por ação, crescimento de lucros e retorno sobre o capital determina os lucros futuros esperados e, por sua vez, os preços das ações. A principal explicação concorrente

de avaliação de ações é denominada modelo econômico. O modelo econômico sustenta que investidores se preocupam com apenas duas coisas: o caixa que se espera que o negócio possa gerar ao longo de sua vida e o grau de risco dos recebimentos de caixa esperados. O modelo econômico desempenha muito melhor a tarefa de explicar variações nos preços de ações e que o modelo contábil está simplesmente errado. A evidência empírica também demonstra que o EVA, que é derivado do modelo econômico, se correlaciona muito mais estreitamente com variações em MVA do que qualquer outra medida de desempenho.

O EVA é superior ao modelo contábil, pois, ao cobrar pelo capital o EVA desencoraja gerentes de realizar investimentos que retornem menos do que o custo de capital. Além disso, a fórmula de EVA inclui uma série de ajustes à contabilidade convencional para corrigir coisas tais como a amortização de ágio e lançamento imediato de pesquisa e desenvolvimento como despesa.

MVA é definido como valor presente do EVA futuro esperado, é a maneira mais direta de gerir visando um aumento de MVA. De forma simplista, se uma empresa aumenta seu EVA e investidores esperam que o aumento seja permanente, o MVA aumentará pelo EVA adicional capitalizado pelo custo de capital. No mercado de capitais nada é tão simples assim, na prática, um aumento de EVA poderia fazer com que investidores esperassem mais aumentos no futuro, ocasionando um maior aumento de MVA. Ou, então, investidores podem esperar que a mudança seja transitória, para que o multiplicador seja menor.

Os preços de ações são baseados em expectativas, nenhuma medida de desempenho pode se correlacionar perfeitamente com variações em MVA. O desempenho corrente é a coisa única mais importante que investidores examinam na formação de suas expectativas, mas outros fatores também contam.

Em alguns casos o EVA pode explicar mais do que 70% das variações de MVA. A implicação é que um cálculo de EVA mais refinado, como o que empresas EVA utiliza em suas medições internas, se relacionaria ainda mais estreitamente com MVA.

Da mesma forma pela qual corporações vem se voltando para o EVA em número cada vez maior nos últimos anos, um rapidamente crescente contingente de analistas e administradores de recursos tem formalizado seus demonstrativos ajustados de números contábeis utilizando o modelo EVA para avaliar títulos. Pelo

menos alguns analistas em quase todos os bancos de investimentos utilizam o EVA em lugar de lucros em seu trabalho de avaliação. E dois dos principais bancos de investimentos, o Crédit Suisse First Boston e o Goldman Sachs, adotaram o EVA em toda a empresa como base principal para a avaliação de ações. O First Boston coloca o caso da seguinte forma em sua “Cartilha de EVA”:

Lucros por ação podem ser manipulados por praticas contábeis. E esta medida sequer oferece uma compreensão clara das variáveis que impulsionam valor, tais como margens operacionais, custo de capital e vantagem competitiva, e ponto final.

A metodologia EVA aborda explicitamente o risco comercial e financeiro e permite que o investidor avalie a magnitude e a sustentabilidade dos retornos. Além disso, esta estrutura examina os três princípios fundamentais da criação de valor: fluxo de caixa, risco e sustentabilidade de retornos. De todas as medidas financeiras é a que melhor explica a criação de valor para acionistas.

3.1.9 SISTEMA DE GESTÃO FINANCEIRA BASEADO NO EVA

O EVA funciona tão bem como um abrangente sistema de gestão financeira porque a medição do EVA em si envolve um enorme poder analítica, revelando mais a um negocio do que qualquer outra ferramenta gerencial. Todos na empresa devem ter o mesmo objetivo de aumentar o EVA quanto for possível, o EVA também é de fácil compreensão para gerentes não-financeiros até mesmo ao pessoal de outras áreas. O EVA pode estabelecer ligações claras entre pensamento estratégico, investimento de capital, decisões operacionais diárias e valor para acionistas.

Pelo custo de capital os gerentes podem tomar as melhores decisões, o encargo sobre capital compele gerentes a utilizarem ativos com maior diligencia e cuidado, focalizando-os diretamente nos custos associados a coisas como estoques, contas a receber e equipamentos de capital.

O EVA além de cobrar pelo capital, também elimina distorções que assolam a contabilidade convencional, os princípios contábeis geralmente aceitos estão infestados de erros que representam de forma enganosa os verdadeiros dados econômicos de um negocio. A contabilidade padrão, condena gerentes pelo aumento de despesas com inovação e construção de marca. Eliminando as

distorções da contabilidade convencional e cobrança do custo de capital faz do EVA uma medida de significado muito maior do que percebe a maioria das pessoas. Como disse Peter Drucker num artigo para a Harvard Business Review em 1995:

"Medindo – se o valor agregado sobre todos os custos, incluindo o custo de capital, o EVA efetivamente mede a produtividade de todos os fatores de produção. Não nos diz, por si só, por que determinado produto ou serviço não agrega valor ou o que fazer a respeito. Mas nos indica o que precisamos verificar para remediar a situação. O EVA também deve ser utilizado para verificar o que funciona. Mostra-nos, sim, qual produto, serviço, operação ou atividade apresenta produtividade excepcionalmente alta e agrega valor excepcionalmente elevado. Então devemos nos perguntar: " O que podemos aprender com aqueles sucessos?"

O principal motivo do EVA ser fácil de comunicar é que se baseia no velho conceito de lucro operacional e acrescenta mais uma despesa, que é o encargo pelo custo do capital. A dinâmica do encargo sobre capital e EVA é igualmente simples. Uma redução no montante de capital necessário para produzir determinado produto ou serviço acarreta um encargo menor sobre capital e um /Eva maior, enquanto qualquer investimento novo aumentara o EVA apenas se produzir um aumento de lucro operacional, grande o suficiente para cobrir o encargo adicional sobre o capital.

Lucro operacional utilizado no EVA é o lucro operacional líquido após impostos, ou NOPAT. O NOPAT inclui deduções de impostos e depreciação de equipamentos. Ambas são subtraídas do NOPAT por constituírem custos genuínos que têm que ser gerenciados. Passar de NOPAT para EVA é apenas uma questão de subtrair o encargo sobre capital, calculado pela multiplicação do capital de giro líquido e os ativos fixos utilizados numa operação pelo percentual do custo de capital. O residual é o montante em dólares pelo qual o lucro excede ou fica aquém de todos os custos, incluindo a taxa mínima de retorno sobre o capital. Aritmeticamente, a fórmula é assim:

$$(\text{Vendas} - \text{Custos operacionais} - \text{Custos de capital} = \text{EVA})$$

Um EVA negativo significa que a empresa não está cobrindo seus custos. Pode-se dizer que a empresa não está cobrindo seus custos de mão-de-obra ou custos de distribuição ou custos de material ou custos de marketing quanto dizer que não está cobrindo seus custos de capital.

A empresa com o EVA negativo na prática pode-se dizer que está perdendo dinheiro mesmo que esteja demonstrando lucros positivos. O que um EVA negativo não significa é que uma empresa seja perdedora, por ser o EVA uma medida de melhoria contínua, tornar o EVA negativo menos negativo é tão criador de riqueza quanto tornar um EVA positivo mais positivo.

O sistema de gerencia financeira baseado no EVA elimina conflitos e a confusão colocando todas as questões de negócios no contexto de seu impacto sobre o EVA, isto permite que todas as decisões financeiras sejam modeladas, monitoradas, avaliadas, comunicadas e remunerada, isto permite que todas as decisões financeiras sejam modeladas, monitoradas, avaliadas, comunicadas e remuneradas em termos de uma única unidade de medida e oferece uma linguagem comum entre funcionários. O foco em uma única medida simplifica o processo decisório.

A estratégia financeira pode exercer um efeito significativo sobre o custo de capital e, portanto, sobre o EVA e valor de mercado. O conceito básico da estratégia financeira é o mix de endividamento e capital próprio no balanço de uma empresa e o método que utiliza para distribuir caixa aos seus acionistas.

A utilização ótima do endividamento deve considerar o risco inerente ao negocio da empresa e as necessidades de financiamento de sua estratégia operacional. Empresas com risco baixo e fluxos de caixa estáveis podem suportar um índice elevado de endividamento/ capital próprio, enquanto empresas de alto risco necessitam manter o endividamento baixo o suficiente para assegurar que seu fluxo de caixa cobrirá os pagamentos de juros sem tempos ruins.

O EVA permite que gerentes determinem se um projeto é suficientemente lucrativo, pode elaborar previsões do EVA futuro de um projeto ou de uma fábrica, linha de produtos, relacionamento com clientes ou qualquer outra coisa, conectando-as diretamente de volta a sua contribuição de valor da empresa. Isto faz do EVA uma ferramenta poderosa para planejamento estratégico e tomado de decisão na gestão financeira.

3.1.10 Mensuração do valor agregado com base no indicador EVA

Ao utilizar o EVA como medida de desempenho, os planos de bônus EVA, que são percentuais fixos de todas as variações do EVA, dá aos gerentes a possibilidade de ganhos ilimitados e nesta ausência de teto, se torna possível a retenção de parte do bônus ganho em anos bons, para cobrir eventuais perdas, caso o EVA venha cair posteriormente.

O EVA deve variar de acordo com a hierarquia empresarial, por exemplo: o EVA consolidado deve ser utilizado para gerar bônus dos altos executivos e dos gerentes, o EVA operacional ou das áreas específicas, devem servir de base para os bônus dos gerentes operacionais, ou seja, a empresa deve procurar identificar o EVA de cada área funcional para que os funcionários recebam de acordo com as suas áreas de responsabilidade.

O plano de bônus EVA faz com que os funcionários se sintam donos da organização e procurem por uma melhoria contínua para garantir maiores remunerações.

EHRBAR (1999), cita as metas essenciais do sistema de bônus baseado em EVA, nas quais se desenvolvem objetivos fundamentais:

- “1 – Ligar incentivos de desempenho mais estreitamente a aumentos de riqueza para acionistas,*
- 2 – Oferecer um foco único para a gerencia de operações, o orçamento de capital, planejamento, avaliação de desempenho e remuneração variável,*
- 3 – Promover uma cultura de alto desempenho e propriedade, onde os gerentes tomam iniciativas para criar valor”.*

O sistema variável eficaz deve alinhar os interesses dos acionistas com o interesse financeiro dos funcionários, pois melhora a motivação e cria um clima em que todos se esforçam para criar mais riqueza, pois quanto mais ricos ficarem os acionistas, maiores serão as remunerações dos funcionários.

3.2 O BALANCED SCORECARD

Em 1990, Robert Kaplan, professor da Harvard Business School, e David Norton, executivo principal do Instituto Nolan Norton, coordenam o estudo de um ano realizado entre varias empresas, intitulado “Measuring Performance in the

Organization of the Future". A finalidade desse estudo era o vislumbamento de um método de avaliação de desempenho empresarial para o novo milênio.

Kaplan e Norton acreditavam que os métodos utilizados até então para avaliação de desempenho nas empresas estavam se tornando insuficientes, pois se baseavam somente em indicadores contábeis e financeiros, e isso estava prejudicando a flexibilidade das organizações na criação de valor econômico para o futuro, uma vez que estes indicadores só mostram os resultados dos investimentos e das atividades, não contemplando os impulsionadores de rentabilidade a longo prazo.

As discussões em grupo realizadas durante esse estudo resultam no "Balanced Scorecard", que trata de um sistema que complementa as medições financeiras com avaliações sobre o cliente, identifica os processos internos a serem aprimorados, analisa as possibilidades de aprendizado e crescimento e investimentos em sistemas de capacitação de recursos humanos. Esse sistema traduz a missão e estratégia da organização em objetivos e medidas organizadas nessas quatro perspectivas: financeira, cliente, interna e de inovação e aprendizado.

De acordo com Kaplan e Norton (1997), as medidas do BSC devem ser usadas de forma diferente – para articular a estratégia da empresa, para comunicar essa estratégia e para ajudar a alinhar iniciativas individuais, organizacionais e interdepartamentais, com a finalidade de alcançar uma meta comum. Assim, o BSC, não pretende manter as unidades individuais e organizacionais em conformidade com um plano preestabelecido, que é o objetivo de comunicação, informação e aprendizado, não como um sistema de controle.

Com relação à perspectiva financeira, o BSC conserva as medidas financeiras que são valiosas na determinação da estratégia de uma empresa. Essas medidas financeiras estão relacionadas com lucratividade da empresa, que pode ser medida pelo retorno do capital investido ou Valor Econômico Agregado (EVA).

Na perspectiva do cliente, o BSC permite a identificação dos segmentos de clientes e mercados nos quais a empresa competirá, utilizando algumas medidas de desempenho, como o nível de aquisição de novos clientes, rapidez de produção e pontualidade das empresas.

Já, na perspectiva dos processos internos, o BSC proporciona aos executivos a identificação dos processos internos críticos nos quais a empresa deve

alcançar o Máximo de eficiência, permitindo às unidades de negócios atrair e reter cliente e satisfazer as expectativas dos acionistas.

A quarta perspectiva do BSC, perspectiva do aprendizado e crescimento, identifica qual a infra-estrutura necessária para empresa crescer e melhorar no longo prazo, pois a intensa competição global exige das organizações um desenvolvimento contínuo dos produtos e processos existentes e habilidade para introduzir novos produtos no mercado. Para isso, as empresas devem investir na reciclagem de funcionários, no aperfeiçoamento da tecnologia da informação, dos sistemas e no alinhamento dos procedimentos e rotinas organizacionais.

O uso exclusivo de medidas financeiras nos negócios buscando o resultado no curto prazo pode levar as empresas a investirem demais em soluções rápidas, imediatistas, em detrimento do agregar valor para o longo prazo, principalmente em ativos intelectuais nos quais se apóia o crescimento futuro.

Quando os executivos realizam ações com o objetivo de produzir em melhor desempenho financeiro a curto prazo, estas limitam a busca por investimentos em oportunidades de crescimento, reduzindo os investimentos em desenvolvimento de produtos, melhoria de processos, desenvolvimento de recursos humanos, além do desenvolvimento de clientes e mercados. O modelo de contabilidade existente na maioria das empresas indica que esses cortes levam a um aumento de lucratividade, mesmo quando essas reduções destroem a capacidade da empresa de criar valor econômico no futuro.

Em ambientes altamente competitivos, a utilização exclusiva de medidas financeiras é inadequada para direcionar a empresa em uma trajetória ideal, não fornecendo orientações adequadas para as ações que devem ser realizadas para criar valor financeiro no futuro.

O BSC se posiciona como uma ferramenta completa que traduz a visão e a estratégia da empresa num conjunto de medidas de desempenho e objetivos estratégicos, organizados segundo quatro perspectivas diferentes: financeira, do cliente, dos processos internos e do aprendizado e crescimento. Estas perspectivas equilibram os objetivos de curto e longo prazo.

Assim, percebe-se que o Balanced Scorecard é composto por diversas medidas, e essas medidas devem se relacionar através de um conjunto complexo de relações de causa e efeito entre as suas variáveis críticas. Essa cadeia de causa e

efeito deve permear todas as quatro perspectivas do BSC.

3.2.1 Integração BSC e EVA – Perspectiva Financeira

As empresas que traduzem estratégias em sistemas de mensuração têm mais probabilidade de executá-las, pois conseguem transmitir objetivo e metas a todos os executivos e funcionários. Assim o BSC ideal é aquele que transmite a estratégia de um conjunto integrado de medidas financeiras e não-financeiras.

Se uma empresa utilizar para a perspectiva financeira do BSC a medida do EVA, que é uma medida de geração de valor , estará focalizando a criação de valor para o acionista.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O EVA está presente no mundo dos negócios há vários anos, entretanto, somente nos últimos anos tem sido utilizado por um grande número de empresas. Considerando que os custos são menores que os benefícios gerados, a adoção da VBM – *Management Based Value*, como sistema de gestão e do EVA – *Economic Value Added*, como indicador de resultado empresarial, podem e devem ser utilizados pelas empresas, pois os efeitos da sua utilização permitem um maior poder de competição, viabilizando assim maiores possibilidades para sua sobrevivência.

A empresa precisa ter um plano formal de implantação, que busque como resultado, objetivos estratégicos.

O passo inicial para a implementação do EVA na empresa deve ser dado pelo seu presidente e diretores. O conceito deve estar ligado fortemente na equipe gerencial, porque EVA não significa apenas um indicador de lucros, mas sim uma mudança de comportamento e atitudes.

Um importante aspecto a ser considerado e, talvez, o mais importante de todos é o plano de benefícios, atrelado aos resultados do EVA. A remuneração por resultados EVA incentiva toda a equipe gerencial e os colaboradores a buscarem resultados, considerados verdadeiros lucros, aumentando o valor para os acionistas da empresa.

O Eva provou ser uma excelente ferramenta, que alinha os objetivos e interesses da equipe gerencial com os dos acionistas, em comparação a outros indicadores de desempenho, tem significativas vantagens e traduz, de forma bastante simplificada, a criação de valor, além de auxiliar na tomada de decisões na organização.

REFERÊNCIAS

COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim and MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas “Valuation”: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas.** Tradução Maria Cláudia S.R. Ratto; São Paulo, Makron Books, 2000.

DRUKER, Peter F. **Uma Era de Descontinuidade: Orientações para uma Sociedade em Mudança.** Traduzido por Willian Heinemann, Rio de Janeiro- RJ. Ed. Zahar, 1976.

EHRBAR, Al. **EVA: Valor Econômico Agregado: A verdadeira chave para a Criação de Riqueza.** Traduzido por Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro- RJ, Ed. Qualitymark, 1999.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade.** São Paulo – SP, Ed. Atlas. 1996.

KAPLAN, Robert S. and NORTON, David, P. **A Estratégia em Ação: *Balanced Scorecard***, tradução Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. Rio de Janeiro – RJ, Ed. Campus, 1997.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços.** 5. Ed. São Paulo: Atlas, 1998.

ROSENBERG, Hilary. **Mudando de Lado – A Luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa.** Campus, 1999.

YOUNG, S. David e O'BYRNE, Stephen F. **EVA e a Gestão Baseada no Valor.** Ed. Bookman, Porto Alegre – RS, 2003.